العلاقة بين نسبة الربح إلى السعر (E/P) ومتغيرات الاقتصاد الكلي: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الأردنية

إعداد
أحمد حمدان محمد الشوابكة

المشرف
الأستاذ الدكتور محمود الخلايلة

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة

كلية الدراسات العليا
الجامعة الأردنية

كانون الثاني/ ٢٠١٠

الجامعـــة الأردنيـــة

كلية الدراسات العليا

قرار لجنة المناقشة

نوقشت هذه الرسالة (العلاقة بين نسبة الربح إلى السعر(E/P) ومتغيرات الاقتصاد الكلي: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الأردنية) وأجيزت بتاريخ ٤/١/٢٠١٠.

أعضاء لجنة المناقشة	التوقيــــــــــع
الأستاذ الدكتور محمود عبد الحليم الخلايلة/ مشرفاً ورئيساً قسم المحاسبة- الجامعة الأردنية	....
الأستاذ الدكتور علي الذنيبات/ عضواً قسم المحاسبة- الجامعة الأردنية	....
الدكتور مأمون الدبعي/ عضواً قسم المحاسبة- الجامعة الأردنية	....
الأستاذ الدكتور تركي الحمود/ عضواً جامعة اليرموك	....

بسم ا   الرحمين الرحيم

"هل أتى على الإنسان حينٌ من الدهر لم يكن شيئاً مذكوراً (١) إنا خلقنا الإنسان من نطفةٍ أمشاجٍ نبتليه فجعلناه سميعا بصيراً (٢) إنا هديناه الـسبيل إمـا شـاكراً وإمـا كفوراً(٣)"

سورة الإنسان، الآيات (١-٣)

"إن في خلق السموات والأرض واختلاف الليل والنهار لآياتٍ لأولـى الألبـاب (١٩٠) الذين يذكرون ا   قياماً وقعودًا وعلى جنوبهم ويتفكـرون فـي خلـق الـسموات والأرض ربنا ما خلقت هذا باطلاً سبحانك فقنا عذاب النار (١٩١)"

سورة آل عمران / الآيات (١٩٠-١٩١)

" وما أوتيتم من العلم إلا قليلاً"

سورة الإسراء/ آية ٨٥

الإهـــــداء

إلى .... من التمس رضا ا   من رضاهما

والدي العزيـز ووالدتـي الحنـون

إلى رفيقة عمري ......لدعمها وتشجيعها ....زوجتي

إلى قرة عيني وريحانتا قلبي

ولديّ الغاليين .... شهد وعمر

إلى إخوتي الأعزاء..

إليكم جميعاً اهدي هذا الجهد المتواضع

شكــر وتقديــر

الشكر جل وعلا، وا مد رب العا دأ كثـ أ طيباً مباركاً، والصلاة والسلام علــى سيدنا مد خا الأنبياء وا رسلـ صلى ا عليه وسلم،وبعد،

لا يسعـ بعد إ ام هذه الرسالة إلا أن أتقدم زيل الشكر والتقدير وعظيم الامتنان إ أستاذي الفاضل الدكتور مود ا لايلة، الذي اشرف على هذه الرسالة، والذي يبخل علي بوقتــه وعلمه وجهده، وللتشجيع وا ساعدة ا مة ال قدمها أثناء إعداد هذه الرسالة، فله مـ كل الشكر والتقدير.

كما يسعد أن أتقدم بالشكر والتقدير العميق إ أعضاء نة ا ناقشة الأســاتذة الأفاضــل الأستاذ الدكتور علي الذنيبات والدكتور مأمون الدبعي والأستاذ الدكتور تركــي ا مــود لتفضلهم بقبول مناقشة الرسالة و مل أعباء قراءتا وعلى ما بذلوه من توجيه وإرشاد وجهد عظيم تقييم هذه الرسالة.

وأشكر كل من ساعد وساهم إخراج هذه الرسالة.

ا د الشوابكة

قائمة المحتويات

الموضوع **الصفحة**

قائمة الجداول

قائمة الملاحق

العلاقة بين نسبة الربح إلى السعر (E/P) ومتغيرات الاقتصاد الكلي: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الأردنية

إعداد

أحمد حمدان محمد الشوابكة

المشرف

الأستاذ الدكتور محمود الخلايلة

الملخص

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين نسبة الربح إلى السعر (E/P) ومتغيرات الاقتصاد الكلي المتمثلة في معدل التضخم ومعدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي ومعدل الفائدة ومعدل التغير في عرض النقد، وبيان مدى قدرة هذه المتغيرات على تفسير التذبذب في نسبة الربح إلى السعر (E/P).

وقد تم تطبيق هذه الدراسة على عينة مكونة من (66) شركة مساهمة عامة مدرجة في سوق عمان المالي، منها (49) شركة صناعية و (17) شركة خدمية خلال الفترة 1998-2007. وقد تم فحص هذه العلاقة واختبار فرضيات الدراسة باستخدام تحليل الارتباط وتحليل الانحدار الخطي البسيط والمتعدد .

وبهدف التحقق فيما إذا كانت العلاقة بين نسبة الربح إلى السعر ومتغيرات الاقتصاد الكلي تختلف باختلاف القطاع الذي تعود إليه هذه الشركات، فقد تم اختبار فرضيات الدراسة على قطاع الصناعة والخدمات كلٍ على حدة.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط عكسية بين نسبة الربح إلى السعر وكل من معدل التضخم ومعدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل التغير في عرض النقد، والى وجود علاقة ارتباط طردية بين نسبة الربح إلى السعر ومعدل الفائدة. كذلك توصلت الدراسة إلى تدني قدرة متغيرات الاقتصاد الكلي مجتمعة على تفسير التذبذب في نسبة الربح إلى السعر، حيث لم تفسر هذه المتغيرات مجتمعة سوى فقط (2.2%) من التغيرات في نسبة الربح إلى السعر.
كذلك توصلت الدراسة إلى وجود فروقات في النتائج بين قطاعي الصناعة والخدمات من حيث العلاقة بين نسبة الربح إلى السعر ومتغيرات الاقتصاد الكلي، حيث وجد أن تأثير تلك المتغيرات على نسبة الربح إلى السعر للشركات الصناعية اكبر منه للشركات الخدمية، إضافة إلى أن علاقات الارتباط بين نسبة الربح إلى السعر ومتغيرات الاقتصاد الكلي كانت ذات دلالة إحصائية لقطاع الصناعة، بينما لم تكن ذات دلالة إحصائية لقطاع الخدمات.
إن ضعف القدرة التفسيرية لمتغيرات الاقتصاد الكلي في تفسير التغيرات في نسبة الربح إلى السعر، يقودنا للاعتقاد بأن العوامل الداخلية الخاصة بالشركة قد تكون أكثر أثراً على تحديد نسبة الربح إلى السعر من متغيرات الاقتصاد الكلي.

وتوصلت الدراسة إلى عدد من التوصيات من أهمها ضرورة اهتمام كل من المستثمرين والمحللين الماليين بنسبة الربح إلى السعر عند تقييم الأسهم كونها تمثل مؤشراً للعائد على أسهم الشركات، وإيجاد نظام معلومات فعال يمكن المستثمرين من خلاله الاطلاع على المعلومات المتعلقة بالمتغيرات الاقتصادية حتى يتمكنوا من عكسها على أسهم الشركات بشكل سريع،كذلك ضرورة قيام الجهات المنظمة لسوق عمان المالي باحتساب نسبة الربح إلى السعر لكامل السوق ولكل قطاع على حدة، أيضا أوصى الباحث بالقيام بالمزيد من الأبحاث والدراسات حول هذا الموضوع .

الفصل الأول: الإطار العام للدراسة

- مقدمة
- مشكلة الدراسة
- أهداف الدراسة
- أهمية الدارسة
- محددات الدراسة

مقدمة

تعتبر المحاسبة نظام للمعلومات وظيفته تقديم معلومات مالية وتوصيلها لمستخدمي هذه المعلومات وذلك من خلال التقارير و القوائم المالية، وتعتبر القوائم المالية التي تصدرها الشركات احد أهم مصادر المعلومات التي تساعد مستخدمي القوائم المالية في اتخاذ قراراتهم الاقتصادية بشكل أفضل سواء كانوا مستثمرين أم مقرضين أم محللين ماليين، إضافة إلى أنها تساعدهم في تقدير مقدار وتوقيت ودرجة عدم التأكد المصاحبة للتدفقات النقدية المستقبلية أي أنها تساعدهم في توقع أداء الشركة المستقبلي.

ويعد التحليل المالي احد أهم الأساليب المستخدمة من قبل المستفيدين من هذه القوائم المالية في تحليل وفهم هذه القوائم والاستفادة منها، وتعتبر النسب المالية من أهم أدوات التحليل المالي وأكثرها استعمالاً من قبل المحللين الماليين في التنبؤ بمستقبل الشركة ، ومن النسب التي يستخدمها المستثمرون نسب السوق، حيث تساعد في المفاضلة بين خيارات الاستثمار المتاحة والتعرف على اتجاهات الأسعار السوقية للأسهم في السوق المالي.

تعتبر نسبة السعر إلى الربح (P/E) ومعكوسها نسبة الربح إلى السعر (E/P) من أكثر النسب المالية التي كان لها الاهتمام الكبير في الدراسات المحاسبية والمالية، مثل
(Beaver and Morse, 1978; Beaver and Dukes, 1973; Basu, 1983; Cook and Rozeff, 1984; Zarowin, 1995; Jain and Rosset, 2006)
وهي تعبر عن العلاقة بين سعر السهم وربحية السهم ، حيث تحسب بقسمة ربحية السهم العادي من الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية (EPS) على السعر السوقي للسهم، أي أنها تمثل السعر الذي يدفعه المستثمر من أرباح الفترة المالية الحالية أو كمية الأرباح لكل دينار مستثمر، وهي تعتبر عامل أساسي في قرارات الاستثمار باعتبارها مؤشر للعائد على الاستثمار، إضافة إلى أنها تعتبر مؤشر جيد للتعرف على الاتجاهات المستقبلية لأسعار الأسهم السوقية، ومقياس لمقارنة أداء الشركة مع الشركات الأخرى في نفس الصناعة أو مع أداء السوق أو مع الأداء السابق للشركة.

وقد بينت الأدبيات السابقة في مجال المحاسبة والتمويل أن نسبة الربح إلى السعر تتحدد بعدد من العوامل والمؤثرات التي تؤثر فيها وهي أما أن تكون عوامل داخلية خاصة بالشركة

(مثل معدل نمو أرباح الشركة، سياسة الشركة في اختيار طريقة محاسبة المخزون أو طريقة الاهتلاك أو تلاعب الإدارة بأرقام الربح) أو أن تكون عوامل خارجية متمثلة بالمخاطر الكلية للاقتصاد (مثل متغيرات الاقتصاد الكلي : كالتضخم، والناتج المحلي الإجمالي، ومعدل الفائدة، وعرض النقد، وغيرها من المتغيرات) .

ولأهمية المؤثرات الخارجية المتمثلة بمتغيرات الاقتصاد الكلي في التأثير على أداء الشركات وبالتالي التأثير على نسبة الربح إلى السعر فقد اختبرت العديد من الدراسات السابقة (Jain and Rosset.2006; Aga and Kocaman.2006; Ryan, 2006; Ratanapakorn and Sharma, 2007; Wasserfallen, 1989; Shamia and Talafha, 1990; الزعبي.1999 ; البدري والخوري.1997) العلاقة مابين هذه المتغيرات من جهة وأسعار الأسهم وعوائدها وبعض النسب المالية مثل نسبة الربح إلى السعر من جهة أخرى، وقد كان الهدف من هذه الدراسات تحديد المتغيرات المؤثرة على أسعار الأسهم وعوائدها وبعض النسب المالية والتعرف على طبيعة العلاقة القائمة بينها، وإذا ما تم إثبات هذه العلاقة فإن ذلك يفيد لأغراض التنبؤ بالمستقبل وبالتالي تمكن المستثمرين من اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة.

مشكلة الدراسة

نظراً لأهمية نسبة الربح إلى السعر وأهمية متغيرات الاقتصاد الكلي في التأثير على نسبة الربح إلى السعر، فأن هذه الدراسة تأتي لاختبار العلاقة التي تربط بين نسبة الربح إلى السعر ومتغيرات الاقتصاد الكلي ، وبناءاً علية يمكن صياغة مشكلة الدراسة على النحو الأتي :

١. هل توجد علاقة بين نسبة الربح إلى السعر ومعدل التضخم ؟
٢. هل توجد علاقة بين نسبة الربح إلى السعر ومعدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي ؟
٣. هل توجد علاقة بين نسبة الربح إلى السعر ومعدل الفائدة ؟
٤. هل توجد علاقة بين نسبة الربح إلى السعر ومعدل التغير في عرض النقد ؟
٥. ما مدى مساهمة متغيرات الاقتصاد الكلي منفردة ومجتمعة في تفسير التغيرات في نسبة الربح إلى السعر؟
٦. هل توجد فروقات بين قطاعي الصناعة والخدمات فيما يتعلق بالعلاقة بين نسبة الربح إلى السعر ومتغيرات الاقتصاد الكلي؟

ويأتي التركيز على العوامل الخارجية المتمثلة بمتغيرات الاقتصاد الكلي بسبب أن هذه المتغيرات تؤثر على أداء جميع الشركات وبالتالي التأثير على هذه النسبة، أما العوامل الداخلية فهي عوامل خاصة بالشركة لوحدها وبالتالي يختلف تأثيرها من شركة لأخرى.

أهداف الدارسة

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

١. اختبار العلاقة بين نسبة الربح إلى السعر ومتغيرات الاقتصاد الكلي التالية (معدل التضخم، ومعدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل الفائدة، ومعدل التغير في عرض النقد)، فيما يتعلق بالشركات المساهمة العامة الصناعية والخدمية الأردنية.
٢. اختبار مدى قدرة متغيرات الاقتصاد الكلي التالية (معدل التضخم، ومعدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل الفائدة، ومعدل التغير في عرض النقد) على تفسير التغيرات في نسبة الربح إلى السعر فيما يتعلق بالشركات المساهمة العامة الصناعية والخدمية الأردنية.
٣. اختبار مدى الاختلاف في العلاقة بين نسبة الربح إلى السعر ومتغيرات الاقتصاد الكلي وقدرتها التفسيرية وذلك بين الشركات الصناعية والخدمية الأردنية.

أهمية الدراسة

تنبع أهمية الدراسة من كونها الدراسة الأولى في الأردن حسب علم الباحث التي تبحث في طبيعة العلاقة بين نسبة الربح إلى السعر ومتغيرات الاقتصاد الكلي، إضافة إلى الأهمية المتزايدة لهذه النسبة لدى المستثمرين في الأسواق المالية حيث تعتبر هذه النسبة مؤشراً مناسباً للمفاضلة بين البدائل المتاحة من فرص الاستثمار وإمكانية استخدام هذه النسبة في التنبؤ بالتدفقات النقدية والعائد الذي يمكن أن يحصل عليه المستثمر مستقبلاً، حيث أن نسبة الربح إلى السعر تعتبر عامل أساسي في قرارات الاستثمار، ولأهمية متغيرات الاقتصاد الكلي في التأثير على أداء الشركات وبالتالي التأثير على نسبة الربح إلى السعر، وبالتالي فإن دراسة طبيعة هذه العلاقة القائمة بين نسبة الربح إلى السعر ومتغيرات الاقتصاد الكلي، واثبات هذه العلاقة فإن ذلك يفيد في التنبؤ في العائد الذي يمكن أن يحصل عليه المستثمر مستقبلاً وبالتالي تمكن المستثمرين من اتخاذ قرارات استثمارية

رشيدة. ومن هنا تأتي أهمية معرفة العلاقة بين نسبة الربح إلى السعر وهذه المتغيرات على مستخدمي البيانات المالية.

محددات الدراسة

١. قامت الدراسة باستخدام ربحية السهم المحققة (EPS) بدلاً من المتوقعة وذلك لصعوبة الحصول على تنبؤات دقيقة بتلك القيم.
٢. اقتصرت الدراسة على قطاعي الصناعة والخدمات وبالتالي لا يمكن تعميم النتائج على كامل الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي.

الفصل الثاني: الدراسات السابقة

- تمهيد
- الدراسات السابقة المتعلقة بتأثير عوامل الاقتصاد الكلي على نسبة الربح إلى السعر(E/P).
- ملخص الدراسات السابقة المتعلقة بتأثير عوامل الاقتصاد الكلي على نسبة الربح إلى السعر (E/P).
- الدراسات السابقة المتعلقة بتأثير العوامل الداخلية الخاصة بالشركة على نسبة الربح إلى السعر(E/P).
- ملخص الدراسات السابقة المتعلقة بتأثير العوامل الداخلية الخاصة بالشركة على نسبة الربح إلى السعر (E/P).
- ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة.

تمهيد

لقد بينت الأدبيات السابقة في مجال المحاسبة والتمويل أن نسبة الربح إلى السعر تتحدد بعدد مـن العوامل والمؤثرات التي تؤثر فيها سواء كانت عوامل داخلية خاصة بالشركة (مثل معـدل نمـو أرباح الشركة، وطبيعة أرباح الشركة وسياسة الشركة في اختيار طريقة محاسبة المخـزون إلـى طريقة الاهتلاك أو ممارسات الإدارة في تجميل الدخل، وغيرها من العوامل) أو أن تكـون هـذه العوامل عوامل خارجية متمثلة بمتغيرات الاقتصاد الكلي مثل التضخم، والناتج المحلي الإجمـالي ومعدل الفائدة وعرض النقد، وغيرها من العوامل.

ولأهمية هذه العوامل والمؤثرات في التأثير على نسبة الربح إلى السعر فقد اختبرت العديـد مـن الدراسات السابقة العلاقة بين نسبة الربح إلى السعر وهذه المحددات سواء كانت محددات داخلية أو خارجية، وسيتم التطرق أولاً للدراسات السابقة التي اختبرت العلاقة بين نسبة الربح إلـى الـسعر والعوامل والمحددات الخارجية ثم يتم التطرق إلى الدراسات السابقة التي اختبرت العلاقة بين هذه النسبة والمحددات الداخلية الخاصة بالشركة.

أولاً: الدراسات السابقة المتعلقة بتأثير عوامل الاقتصادي الكلي على نسبة الربح إلى السعر(E/P)

حسب علم الباحث لا توجد دراسات ذات صلة مباشرة درست العلاقة بين نسبة الربح إلى السعر ومتغيرات الاقتصاد الكلي في الأردن، ومن خلال استعراض الأدبيات المحاسبية الأجنبيـة وجد الباحث العديد من الدراسات في هذا المجال منها الآتي:

هدفت دراسة **(Jain and Rosset, 2006)** ، إلى فحص العلاقة بين نسبة الربح إلـى الـسعر وعدة متغيرات اقتصاد كلي هي (معدل التضخم المتوقع، ومعدل الفائدة الحقيقي، ومعدل النمو فـي الناتج المحلي الإجمالي، ومؤشر ثقة المستهلك، وعلاوة المخاطرة) عبر فترة زمنية طويلة تمتد من عام 1952 إلى عام 2003، وطبقت الدراسة على سوق الأسهم الأمريكية واعتمدت الدراسة على بيانات سنوية خلال تلك الفترة (52 مشاهدة/ شركة). واستخدمت الـ ـدراسة الانحـدار الخطـي البسيـط والمتعدد المتغيـرات لقيـاس أثـر المتغيرات المستقلـة (متغيرات الاقتـصاد الكلـي) على المتغير التابع وهو (نسبة الربح إلى السعر). وكانت نماذج الدراسة مـستندة علـى نمـوذج

Gordon (1962) ، وقد قام الباحثان بتقسيم فترة الدراسة إلى فترتين جزئيتين غيـر متـداخلتين وهما (1952-1972) و(1983-2003)، وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

أ. توجد علاقة عكسية بين نسبة الربح إلى السعر والتضخم المتوقع في الفترة الجزئية الأولى ولكنها طردية في الفترة الجزئية الثانية.

ب. لا يوجد ارتباط ذو دلالـة إحصائية بين معدل الفائـدة الحقيقي ونسبة الربح إلى الـسعر في كلا الفترتين الجزئيتين.

ت. أن نسبة الربح إلى السعر (E/P) مرتبطة عكسياً مع معدل النمو فـي النـاتج المحلـي الإجمالي الحقيقي في الفترة الجزئية الأولى ولكنها ليست كذلك في الفترة الجزئية الثانية.

ث. لا يوجد ارتباط بين كل من مؤشر ثقة المستهلك وعلاوة المخاطرة من جهـــة ونـسبـة الربح إلى السعر (E/P) من جهة أخرى.

اختبرت دراسة **(Ratanapakorn and Sharma, 2007)**، العلاقة طويلة الأجل وقـصيرة الأجل بين المؤشر القياسي لأسعار الأسهم الأمريكية (S&P 500) وستة متغيرات اقتـصاد كلـي (مؤشر الإنتاج الصناعي، وعرض النقد (M1)، ومعدل التضخم، ومعدل صرف الدولار الأمريكي مقابل الين الياباني، ومعدل الفائدة قصير الأجل (معدل أذونات الخزينة)، ومعدل الفائدة طويـــل الأجل (معدل السندات الحكومية)) باستعمال بيانـات شـهرية خـلال الفتـرة (1975-1994) وباستخدام نموذج انحدار خطي وطريقة جرانجر السببية.

وقد توصلت الدراسة إلى أن أسعار الأسهم الأمريكية مرتبطة عكسياً مع معدلات الفائـدة طويلـة الأجل، ولكنها مرتبطة طردياً مع كل من عرض النقد، ومؤشر الإنتــاج الـصناعي، والتـضخم، ومعدل الصرف، ومعدل الفائدة قصير الأجل. كذلك دلت النتائج على أن جميع متغيرات الاقتصاد الستة محل الاختبار هي سببية لأسعار الأسهم في الأجل الطويل لكنها ليست كـذلك فـي الأجـل القصير، إضافة إلى أن معدل الفائدة طويل الأجل كان أكثر المتغيرات تفسيراً للتذبذب في أسـعار الأسهم الأمريكية.

هدفت دراسة **(Gunsel and Cukur, 2007)**، إلى اختبار أداء نظريـة التـسعير المـوزون (APT) في سوق لندن للأوراق المالية للفترة من 1980 إلى 1993 وباستخدام بيانـات شـهرية، وذلك من خلال نموذج يختبر العلاقة بين عائد محفظة الصناعة وسبعة متغيـرات اقتـصاد كلـي

(معدل الفائدة، ومعدل التضخم غير المتوقع، وعرض النقد، ومعدل الصرف، وعلاوة المخـاطرة، والإنتاج الصناعي القطاعي غير المتوقع، وريع السهم القطاعي غير المتوقع Dividend yield)، وقام الباحثان بتشكيل 10 محافظ صناعية باستخدام بيانات 87 شركة صناعية. وتوصلت الدراسـة إلى أن كافة متغيرات الاقتصاد السبعة لها تأثير هام وذو دلالة علـى عوائـد أسـهم الـشركات الصناعية مع فروقات كبيرة بين المحافظ الصناعية العشرة المُشكلة حيث تفاوتت القدرة التفـسيرية للنموذج (R^2) من 94% إلى 28% حسب كل صناعة أي أن كل عامل من عوامل الاقتصاد يؤثر على صناعة معينة بأسلوب مختلف عن صناعة أخرى حيث قد يؤثر العامـل الاقتـصادي علـى صناعة معينة إيجاباً ولكن قد يؤثر على صناعة أخرى سلباً.

هدفت دراسة **(Patra and Poshakwale, 2006)**، إلى اختبار العلاقة الديناميكيـة المتوازنـة طويلة الأجل وقصيرة الأجل بين كل من(التضخم، وعرض النقد (M2)، ومعدل الصرف، وحجم التداول) والمؤشر القياسي العام لسوق الأسهم اليونانية، وباستعمال بيانات شهرية خلال الفترة مـن 1990 إلى 1999 وباستخدام طريقة جرانجر السببية، وقد دلت النتائج على وجود علاقات تـوازن طويلة الأجل وقصيرة الأجل بين كل من معدل التضخم، وعرض النقد، وحجم التداول مـن جهـة وأسعار الأسهم في سوق اليونان المالي من جهة أخرى. في حين لم تجد الدراسة أية علاقة توازن طويلة الأجل وقصيرة الأجل بين معدلات الصرف وأسعار الأسهم في سوق اليونان المالي، بمعنى أن المتغيرين ليس بينهما علاقة سببية وعلاقة تكامل مشترك. أيضا، استنتج الباحثـان أن سـوق الأسهم المالية اليونانية غير كفؤ معلوماتياً حيث انه لا يعكس المعلومـات الخاصـة بـالمتغيرات الاقتصادية.

هدفت دراسة **(Ryan, 2006)**، إلى اختبار العلاقة بين عوائـد الأسهم الاسمية والتضخم المتوقع في الأجل الطويل في ايرلندا خلال الفترة (1783-1998) وباستعمال بيانات سـنوية. وقـد قـام الباحث بتقسيم فترة الدراسة إلى ثلاث فتـرات هـي (1783-1998) و(1904-1998) و(1998-1958)، وتم إجراء هذه الدراسة باستخدام نموذج انحدار خطي بسيط. وقد توصلت الدراسة إلـى وجود علاقة طردية بين عوائد الأسهم الإسمية والتضخم المتوقع في الأجل الطويل.

اختبرت دراسة **(Aga and Kocaman, 2006)**، العلاقة بين كل من **(**نسبة السعر إلى الـربح، ومؤشر السعر للصناعة (IPI)، ومؤشر السعر للمستهلك (CPI)**)** والمؤشر العام لأسـعار أسـهم سوق اسطنبول للأوراق المالية وباستعمال بيانات شهرية للفترة من 1986 إلى 2003 وباسـتخدام

نماذج انحدار خطي بسيطة ومتعددة المتغيرات. وأظهرت نتائج هذه الدراسة بأن نسبة السعر إلى الربح هي متغير هام في تفسير عوائد الأسهم، لكن كل من مؤشر السعر للصناعة (IPI)، ومؤشر السعر للمستهلك (CPI) هي ليست دالة، أي أن كلا المتغيرين الاقتصاديين لا يعتبران متغيرين تفسيريين لعوائد الأسهم.

اختبرت دراسة **(Maghyereh, 2006)**، العلاقة المحتملة غير الخطية طويلة الأجل بين التضخم وعوائد أسهم 18 دولة نامية هي (كوريا، والفلبين، والهند، واندونيسيا، وماليزيا، والباكستان، وتايلند، واليونان، والأردن، وتركيا، ونيجيريا، وجنوب إفريقيا، والارجنتينن، والبرازيل، وتشيلي، وكولمبيا، والمكسيك، وفنزويلا) وذلك باستخدام طريقة اختبارات التكامل المشترك اللامعلمية، وتراوحت فترة العينة بين 1976 و 2003 وحسب توفر البيانات لكل دولة.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة غير خطية بين عوائد الأسهم والتضخم لـ 13 دولة نامية (من ضمنها الأردن) من أصل 18 دولة شملتها الدراسية، إضافة إلى وجود علاقة تكامل مشترك طردية بين عوائد الأسهم والتضخم في 14 دولة (من ضمنها الأردن) من أصل 18 دولة (الأرجنتين، اندونيسيا، وتايلاند وفنزويلا هي الدول المستثناه).

هدفت دراسة **(Luintel and Paudyal, 2006)**، إلى اختبار سواء أسهم الشركات البريطانية تشكل تحوطاً (Hedge) ضد التضخم وتزويد دليل على العلاقة طويلة الأجل بين عوائد الأسهم والتضخم في إطار علاقة تكامل مشترك وباستخدام بيانات شهرية (٥٧٦ مشاهدة شهرية) لفترة 48 سنة (1955-2002) ومن خلال تشكيل 7 محافظ استثمارية حسب نوع الصناعة (7 مجموعات صناعية)، وتم اختبار هذه الدراسة باستخدام اختبارات التكامل المشترك (cointegration tests).

وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة تكامل مشترك دالة إحصائيا بين عوائد الأسهم والتضخم في كل المحافظ الاستثمارية التي تم تشكيلها، واستنتج الباحثان أن نتائج هذه الدراسة تنسجم مع فرضية فيشر المدموجة بالضريبة بأن العائد على الأسهم يجب أن يتجاوز معدل التضخم للتعويض عن الخسارة في الثروة الحقيقة للمستثمرين دافعي الضريبة، أي أن استثمارات الأسهم البريطانية في الأجل الطويل تشكل تحوط (Hedge) ضد التضخم.

اختبرت دراسة (Sharpe, 2001)، التي فحصت اثر التضخم على تقديرات وتقييمات أسعار الأسهم وعلى عائدات الأسهم المتوقعة طويلة الأجل في سوق الأسهم الأمريكية خلال الفترة 1979-2000، وتم استخدام لوغاريتم نسبة السعر إلى الربح كإقتران خطي مع كلٍ من العوائد المستقبلية المتوقعة، ومعدلات نمو الأرباح المتوقعة، ولوغاريتم معدلات نسبة مدفوعات توزيعات الأرباح المتوقعة وبافتراض ضبط كلاً من توقعات نمو الأرباح ومعدلات نسبة توزيعات الأرباح، وبالتالي فإنه من المفترض أن أية علاقة بين التضخم المتوقع ولوغاريتم نسبة السعر إلى الربح يمكن أن يكون مفسراً كانعكاس العلاقة بين التضخم المتوقع والعوائد المتوقعة طويلة الأجل وبالتالي معرفة فيما إذا كان تأثير التضخم على أسعار الأسهم هو ناشئ عن علاقته مع نمو الأرباح أو العوائد المستقبلية أو كلاهما.

وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط عكسية قوية بين نسبة السعر إلى الربح السوقية والتضخم، وقد عزا الباحث بأن ذلك كان نتيجة تأثيرين هما: أن ارتفاع التضخم المتوقع يجب أن يكون مصحوباً إما بهبوط في نمو الأرباح الحقيقي طويلة الأجل المتوقعة أو ارتفاع في العائد الحقيقي طويل الأجل المطلوب من قبل المستثمر أو كلاهما ، أي أن التضخم يخفض أسعار الأسهم. أيضا وجدت الدراسة أن اثر التضخم المتوقع على عوائد الأسهم الحقيقية المطلوبة (طويلة الأجل) هو أيضا كبير، حيث أن زيادة نقطة مئوية واحدة في التضخم المتوقع تؤدي إلى زيادة عوائد الأسهم حوالي نقطة مئوية واحدة، التي بالمعدل تدل على هبوط 20% في أسعار الأسهم.

دراسة (Lev and ThiagraJan, 1993)، حيث قام فيها الباحثان بفحص المحتوى المعلوماتي الإضافي لإثني عشر مؤشراً محاسبياً بالإضافة إلى الأرباح المحاسبية، كان قد تم تصنيفها على أنها مفيدة من قبل المحللين الماليين، وهذه المؤشرات هي:- المخزون، والذمم المدينة، والنفقات الرأسمالية، ونفقات البحث والتطوير، والنفقات الإدارية والبيعية، وطريقة تقييم المخزون، ومعدل ضريبة الدخل، ورأي مدقق الحسابات. وتم إجراء الدراسة باستخدام أسلوب تحليل الانحدار المتعدد وخلال الفترة من 1974 إلى 1988 وعلى عينة من الشركات الأمريكية، وقد توصل الباحثان إلى وجود محتوى معلوماتي إضافي لأغلب المؤشرات، وأن القدرة التفسيرية الإضافية لهذه المؤشرات بلغت حوالي 70% بالرغم من وجود الأرباح المحاسبية.

ثم قام الباحثون باختبار فيما إذا كانت القدرة التفسيرية الإضافية لهذه المؤشـرات تتـأثر ببعض الظروف الاقتصادية، وتوصلا إلى أن عدد من المؤشرات يتأثر بهذه الظروف وأن علاقـة المؤشرات بالعائد تقوى إلى حد كبير عندما يتم الأخذ بنظر الاعتبار المتغيرات الاقتـصادية فـي الاختبار.

هدفت دراسة **(Bulmash and Trivoli, 1991)**، إلى قياس العلاقـة بـين أسـعار الأسـهم الأمريكية والمتغيرات الاقتصادية المُتباطأه زمنيا، بالاعتماد على بيانات شهرية خلال الفترة مـن 1961 إلى 1987 واختبرت الدراسة المتغيرات الاقتصاديـة التاليـة: التضخـم، وعرض النقـد (M2)، ومعدل الفائدة على اذونات الخزينة، ومعدل الفائدة على السندات، ومعدل البطالة، والديون الخارجية، وأسعار الأسهم الأمريكية لفترة سابقة، والإصدارات.
وتوصلت الدراسة إلى أن كل من عرض النقد الواسع (M2)، والديون الخارجية، وسـعر الفائـدة على اذونات الخزينة، ومعدل البطالة، والإصدارات الجديدة، وعرض النقد الضيق (M1)، وسعر الفائدة على السندات، والقاعدة النقدية لها اثر على أسعار الأسهم الأمريكية.

قام **(WasserFallen, 1989)**، بتقدير أثر المتغيرات الاقتصادية على أسعار الأسـهم وذلـك لثلاث دول أوروبية هي ألمانيا، وسويسرا، وبريطانيا بالاعتماد على بيانات فصلية خـلال الفتـرة (1977-1985)، وتناولت الدراسة المتغيرات الاقتصادية التالية: الناتج القومي الإجمالي، وعرض النقد، والقاعدة النقدية، والصادرات الحقيقية، والإنتاج الصناعي، وأسـعار المـستهلك، والأجـور الاسمية، والأجور الحقيقية، وأسعار المستوردات، وسعر الفائدة الاسمي، وسعر الفائـدة الحقيقـي، ومعدل الاستهلاك، ومعدل أسعار الصرف. وتوصلت الدراسة إلى أن أسعار الأسـهم البريطانيـة تتأثر بالأجور الاسمية وأسعار الفائدة الاسمية ، وأن أسعار الأسهم الألمانية تتأثر بأسعار المستهلك وعرض النقد بمفهومه الضيق (M1) وأسعار الفائدة الاسمية، أما أسعار الأسهم السويسرية فإنهـا تتأثر فقط بالاستهلاك الحقيقي، ولم يجد الباحث أي تأثير لمعدل سعر الصرف على أسعار أسـهم تلك الدول الأوروبية الثلاث.

قام **(Asprem, 1989)**، بدراسة اثر المتغيرات الاقتصادية التالية: الإنتاج الصناعي، والتوظيف، وسعر الصرف، والواردات، وسعر الفائدة، والتضخم، وعرض النقد، وأسعار الأسـهم الـسابقة، ومنحنى العائد الأمريكي، على أسعار الأسهم الأمريكية باستخدام بيانات فصلية خلال الفتـرة مـن

1968 إلى 1984. وتوصلت الدراسة إلى أن التضخم وسعر الفائدة والبطالة والمستوردات تـؤثر عكسياً على أسعار الأسهم، أما التوقعات عن مستقبل النشاط الاقتصادي فقد أثرت ايجابيـاً علـى أسعار الأسهم. وأكدت الدراسة على وجود علاقة طردية بين عرض النقد وسعر السهم وان هنالك علاقة بين المتغيرات الاقتصادية للفترات الزمنية السابقة (LAG) والتغير في أسعار الأسهم.

نجد من هذه الدراسات الأجنبية السابقة أن النتائج قد جاءت مختلفة من دراسة إلى أخرى، وتأتي الدراسة الحالية في محاولة للاستفادة من هذه الدراسات في بناء نمـوذج يفحص العلاقة بين المتغـيرات الاقتصـادية ونسبة الربح إلى السعر وبالتطبيق على بيئة جديدة مختلفـة عـن هـذه البيئات وهي بيئة الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للوقوف على طبيعة هذه العلاقة.

أما في مجال الدراسات العربية فلم يجد الباحث أي دراسة تفحص هـذه العلاقـة بـشكل مباشر وخاصة في الأردن، وقد وجـد الباحث الدراسات التاليـة التي طبقـت فـي الأردن ولـم تبحث هذه العلاقة بشكل مباشر وإنما فحصت تأثير المتغيرات الاقتصادية الكليـة علـى أسـعار أسهـم الشركات المساهمة العـامة الأردنيـة، ومـن أولـى هـذه الدراسـات دراسـة **(Shamia and Talafha, 1990)** والتي اعتمدت على بيانات فصلية خلال الفتـرة 1/1980-4/1986 وتناولت اختبار العلاقة بين كل من (العائد على الأسهم، وعدد الأسهم المتداولة، وحجم التداول) وبين بعض مؤشرات الاقتصاد الكلي (سعر الفائدة الحقيقي، ونمو عرض النقـد، ونمـو الناتج القومي الإجمالي، والتضخم المتوقع وغير المتوقع). وتوصلت الدراسة إلى أن عائد الـسهم يتأثر بسعر الفائدة الحقيقي وبالتضخم المتوقع وان عدد الأسهم المتداولة يتـأثر بالنـاتج القـومي الإجمالي، بينما يتأثر حجم التداول بالدينار بالعرض النقدي فقط، واسـتنتجت الدراسـة أن سـوق عمان المالي مستقل بشكل نسبي عن الاقتصاد.

كذلك من الدراسات الأخرى دراسة (**البدري والخوري، 1997**)، حيث هدفت الدراسة إلى معرفة مدى العلاقة بين التغير في أسعار الأسهم المتداولة في سوق عمان المالي والتغير غير المتوقع في عوامل الاقتصاد الكلي باستخدام نموذجين قياسين، واعتمد التحليل على معلومات فـصلية خـلال الفترة 1978-1994، و توصلت الدراسة إلى أن هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية بين التحركات في أسعار الأسهم وبعض متغيرات الاقتصاد الكلي كالرقم القياسي لأسعار المستهلك والرقم القياسي

لكمية الإنتاج الصناعي الذي يعبر عن مستوى النشاط الاقتصادي الأردني، بينما لـم تجـد هـذه الدراسة تأثيراً ذا دلالة إحصائية لمتغيرات الاقتصاد الكلي الأخرى كعرض النقد وسـعر الفائـدة وسعر صرف الدينار مقابل الدولار، مما قد يعني أن المستثمر الأردني لا يعتمد على المعلومـات الاقتصادية هذه في اتخاذ قراراه الاستثماري.

وفي دراسة أخرى قام بها (**سلامة، 1997**) ، هدفت إلى البحث عن طبيعة العلاقة القائمة بين تغير المستوى العام للأسعار وتغير أسعار الأسهم في سوق عمان المالي بالاعتماد على بيانات شـهرية للفترة الواقعة بين 1/1993 إلى 6/1996. وأكدت الدراسة انه لا توجد علاقة بين تغير المـستوى العام للأسعار وتغير أسعار الأسهم، فأسعار الأسهم تتغير باستقلالية تامة عـن المتغيـرات التـي تحدث للمستوى العام للأسعار وليست تابعة لها، وانه ليس هناك اثر لتغير المستوى العام للأسعار على أسعار الأسهم بعد مرور فترة من الزمن على حدوثها.

ومن الدراسات الأخرى في نفس السياق دراسة (**الزعبي، 1999**)، والتي هدفت إلى معرفة اثـر المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشر سوق عمان المالي، وقد تم استخدام نموذج قياسي احتوى على كل من المتغيرات الاقتصادية التالية (النمو في الناتج القومي الإجمالي، سعر الفائدة، سـعر الصرف، النمو في عرض النقد، وإبطاء مؤشر السوق لفترة سابقة) كمتغيرات مستقلة، و مؤشـر الرقم القياسي العام لسوق عمان المالي كمتغير تابع، وقام الباحث باختبار هـذا النمـوذج خـلال فترتين هما (1978-1988) و (1989-1998) لمعرفة تأثير الأزمة النقدية التي مر بها الاقتصاد الأردني على مؤشر سوق عمان المالي، وذلك باستخدام اختبار Chow. وقد توصلت الدراسة إلى أن سوق عمان المالي يستجيب للمتغيرات الاقتصادية الكلية مجتمعة، أما عند دراسة كل متغيـر على حدة، فقد تبين أن قيمة (t) غير معنوية للمتغيرات السابقة، باستثناء مؤشر السوق لفترة سابقة، بمعنى أن المتغير التابع يتأثر سلوكه في فترة زمنية سابقة، كما أشارت نتائج الدراسة إلى أن دالة مؤشر سوق عمان المالي تتمتع بالاستقرار خلال الفترة من عام 1978-1998.

كذلك دراسة (**Al-Rajoub, 2005**)، التي اختبرت اثر التضخم غير المتوقع على عوائد الأسهم وبتحديد أثر التذبذبات والتقلبات في معدلات التضخم غير المتوقع على عوائد الأسهم في عينـة من خمسـة بلدان من بلدان (Mena) (دول الشـرق الأوسـط و شمـال إفريقيا) هي (البحرين، ومصر، والأردن، وعُمان، والسعودية) وباستعمال بيانات شهرية لفترة تمتد من 1978 إلى 2002

(فترة العينة تختلف من بلد إلى آخر)، وباستخدام الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم حسب كل بلد كمتغير تابع والتضخم غير المتوقع كمتغير مستقل من خلال استخدام نماذج CARCH.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية قوية بين التضخم غير المتوقع وعوائد الأسهم في هذه البلدان الخمسة، كذلك دلت النتائج بأن أسواق الأسهم في هذه البلدان الخمسة لا تتأثر بتذبذبات وتقلبات معدلات التضخم غير المتوقع، أي أن تأثير المعلومات المتزامنة المتعلقة بالتضخم المتوقع على عوائد الأسهم غير موجود.

ملخص الدراسات السابقة المتعلقة بتأثير عوامل الاقتصاد الكلي على نسبة الربح إلى السعر(E/P)

يعرض الجدول رقم (1) ملخصاً للدراسات السابقة التي تم عرضها سابقاً، مرتبة حسب ظهورها في بند الدراسات السابقة، حيث يعرض العمود الثاني اسم الباحث وسنة نشر الدراسة ويعرض العمود الثالث فترة الدراسة، فيما يعرض العمود الرابع متغيرات الدراسة، فيما يعرض العمود الأخير أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة.

جدول رقم (1)

جدول ملخص الدراسات السابقة المتعلقة بتأثير عوامل الاقتصاد الكلي على نسبة الربح إلى السعر (E/P)

ت	اسم الباحث وسنة نشر الدراسة	فترة الدراسة	متغيرات الدراسة	أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة
1	Jain and Rosset, 2006.	2003-1952	نسبة الربح إلى السعر ومعدل التضخم المتوقع، ومعدل الفائدة الحقيقي، ومعدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي، ومؤشر ثقة المستهلك، وعلاوة المخاطرة	وجود علاقة عكسية بين نسبة الربح إلى السعر والتضخم المتوقع في الفترة الجزئية الأولى ولكنها طردية في الفترة الثانية، وارتباط عكسي بين نسبة (E/P) ومعدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي في الفترة الأولى وعدم وجود ارتباط بينهما في الفترة الثانية، كذلك عدم وجود ارتباط بين نسبة (E/P) ومعدل الفائدة الحقيقي.
2	Ratanapakorn and Sharma, 2007	1994-1975	المؤشر القياسي لأسعار الأسهم الأمريكية ومؤشر الإنتاج الصناعي، وعرض النقد (M1)، ومعدل التضخم، ومعدل الصرف، ومعدل الفائدة قصير الأجل، ومعدل الفائدة طويلة الأجل.	أن أسعار الأسهم الأمريكية مرتبطة عكسياً مع معدل الفائدة طويل الأجل ولكنها مرتبطة طردياً مع كل من عرض النقد، ومؤشر الإنتاج الصناعي، والتضخم، ومعدل الصرف، ومعدل الفائدة قصير الأجل.
3	Gunsel and Cukur, 2007	1993-1980	عوائد أسهم الشركات الصناعية ومعدل الفائدة، ومعدل التضخم غير المتوقع، وعرض النقد، ومعدل الصرف، وعلاوة المخاطرة، والإنتاج الصناعي القطاعي غير المتوقع، وريع السهم القطاعي غير المتوقع.	أن كافة المتغيرات الاقتصادية المختبرة في الدراسة لها تأثير هام وذو دلالة على عوائد أسهم الشركات الصناعية.
4	Parta and Poshakwale, 2006	1999-1990	المؤشر القياسي العام لسوق الأسهم اليونانية والتضخم، وعرض النقد (M2)، ومعدل الصرف، وحجم التداول.	وجود علاقة بين أسعار الأسهم في سوق اليونان المالي وكل من معدل التضخم، وعرض النقد، وحجم التداول، في حين لم تجد الدراسة أية علاقة بين معدل الصرف وأسعار الأسهم في سوق اليونان المالي.
5	Ryan, 2006	1998-1783	عوائد الأسهم الاسمية والتضخم المتوقع.	وجود علاقة طردية بين عوائد الأسهم الاسمية والتضخم المتوقع.
6	Aga and Kocaman	2003-1986	نسبة السعر إلى الربح ومؤشر السعر للصناعة ومؤشر السعر للمستهلك والمؤشر العام لأسعار أسهم سوق اسطنبول المالي.	أن نسبة السعر إلى الربح هي متغير هام في تفسير عوائد الأسهم، لكن كل من مؤشر السعر للصناعة ومؤشر السعر للمستهلك لا يعتبران متغيرين تفسيريين لعوائد الأسهم.

7	Maghyereh, 2006	2003-1976	التضخم وعوائد الأسهم.	وجود علاقة غير خطية بين عوائد الأسهم والتضخم لـ 13 دولة نامية (من ضمنها الأردن) من أصل 18 دولة شملتها الدراسة.
8	Luintel and Pandyal, 2006	2002-1955	عوائد الأسهم والتضخم.	وجود علاقة دالة إحصائيا بين عوائد الأسهم والتضخم.
9	Sharpe, 2001	2000-1979	نسبة السعر إلى الربح وعوائد الأسهم والتضخم.	وجود علاقة عكسية قوية بين نسبة السعر إلى الربح والتضخم، وان هناك تأثير كبير للتضخم على عوائد الأسهم.
10	Lev and Thiagrajan, 1993	1988-1974	فحص المحتوى المعلوماتي الإضافي لاثني عشر مؤشراً محاسبياً بالإضافة إلى الأرباح مع وبدون الأخذ بنظر الاعتبار المتغيرات الاقتصادية.	وجود محتوى معلوماتي إضافي لأغلب المؤشرات وان علاقة المؤشرات بالعائد تقوى إلى حد كبير عندما يتم الأخذ بنظر الاعتبار المتغيرات الاقتصادية في الاختبار.
11	Bulmash and Trivoli, 1991	1987-1961	أسعار الأسهم الأمريكية والتضخم، وعرض النقد، ومعدل الفائدة على أذونات الخزينة، ومعدل الفائدة على السندات، ومعدل البطالة والديون الخارجية، وأسعار الأسهم الأمريكية لفترة سابقة، والإصدارات.	أن كافة المتغيرات الاقتصادية المختبرة في الدراسة باستثناء متغير التضخم لها أثر على أسعار الأسهم الأمريكية.
12	Wasserfallen, 1989.	1985-1977	مجموعة من المتغيرات الاقتصادية وأسعار الأسهم لثلاث دول أوروبية هي ألمانيا، وسويسرا، وبريطانيا.	أن أسعار الأسهم البريطانية تتأثر بالأجور الاسمية وأسعار الفائدة الاسمية، وان أسعار الأسهم الألمانية تتأثر بأسعار المستهلك وعرض النقد(M2)، وأسعار الفائدة الاسمية، وان أسعار الأسهم السويسرية تتأثر فقط بالاستهلاك الحقيقي، بينما لم تجد الدراسة أي تأثير لمعدل سعر الصرف على أسعار أسهم تلك الدول الأوروبية الثلاث.
13	Asprem, 1989.	1984-1968	أسعار الأسهم الأمريكية والإنتاج الصناعي، والتوظيف، وسعر الصرف، والواردات، وسعر الفائدة، والتضخم، وعرض النقد، وأسعار الأسهم السابقة، ومنحنى العائد الأمريكي.	أن التضخم وسعر الفائدة والبطالة والمستوردات تؤثر عكسياً على أسعار الأسهم، ووجود علاقة طردية بين عرض النقد وأسعار الأسهم.

14	Shamia and Talafha, 1990	1986-1980	العائد على الأسهم وعدد الأسهم المتداولة، وحجم التداول، وسعر الفائدة الحقيقي، ونمو عرض النقد، ونمو الناتج القومي الإجمالي، والتضخم المتوقع وغير المتوقع.	أن عائد السهم يتأثر بسعر الفائدة الحقيقي وبالتضخم المتوقع، وان عدد الأسهم المتداولة يتأثر بالناتج القومي الإجمالي، بينما يتأثر حجم التداول بالعرض النقدي فقط.
15	البدري والخوري، 1997	1994-1978	التغير في أسعار الأسهم المتداولة والتغير غير المتوقع في عوامل الاقتصاد الكلي.	وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التحركات في أسعار الأسهم وبعض متغيرات الاقتصاد الكلي كالرقم القياسي لأسعار المستهلك والرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي، ولم تجد الدراسة أي تأثير لعرض النقد وسعر الفائدة وسعر الصرف على أسعار الأسهم.
16	سلامة، 1997	1996-1993	تغير المستوى العام لأسعار وتغير أسعار الأسهم.	لا توجد علاقة بين تغير المستوى العام للأسعار وتغير أسعار الأسهم.
17	الزعبي، 1999	1998-1978	مؤشر سوق عمان المالي والنمو في الناتج القومي الإجمالي، وسعر الفائدة، وسعر الصرف، والنمو في عرض النقد، وإبطاء مؤشر السوق لفترة سابقة.	أن سوق عمان المالي يستجيب للمتغيرات الاقتصادية الكلية مجتمعة، أما عند دراسة كل متغير على حدة فقد تبين أن هذه المتغيرات غير معنوية باستثناء مؤشر السوق لفترة سابقة.
18	Al- Rajoub, 2005	2002-1978	التضخم غير المتوقع وعوائد الأسهم.	وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية قوية بين التضخم غير المتوقع وعوائد الأسهم.

ثانيا: الدراسات السابقة المتعلقة بتأثير العوامل الداخلية الخاصة بالشركة على نسبة الربح إلى السعر (E/P)

لقد تناولت العديد من الدراسات الأجنبية تأثير العوامل الداخلية الخاصة بالشركة على نسبة الربح إلى السعر ومن هذه الدراسات:

دراسة (**Beaver and Morse, 1978**)، التي هدفت إلى بيان وتحديد أهم العوامل المحددة لنسبة السعر إلى الربح، وطبقت هذه الدراسة على سوق الأسهم الأمريكية خلال الفترة (1956-1974) حيث قام الباحثان بتصنيف أسهم الشركات حسب نسبة السعر إلى الربح وتم تـشكيل 25 محفظـة استثمارية متساوية الحجم، المحفظة الأولى تشمل أسهم الـشركات بـأعلى 4% لنـسبة (P/E)، والمحفظة الخامسة والعشرين تشمل أسهم الشركات بنسبة (P/E) الأقل، ثم تم مقارنة متوسط نسبة (P/E) لكل محفظة في سنة الأساس (سنة التشكيل) مع متوسط نسبة (P/E)، واسـتخدم الباحثـان معكوس نسبة (P/E) نسبة (E/P) في نماذج الانحدار.

وتوصل الباحثان إلى انه لا خطر السوق ولا النمو يمكن أن يفسرا الفروقات والاختلافات الدائمة في نسبة (E/P) بين الشركات، حيث وجد ارتباط قليل بين نـسبة (E/P) ونمـو الأربـاح اللاحقة وعدم قابلية عامل خطر السوق وعامل النمو في شرح وتفسير أكثر من نصف التباينـات في نسبة (E/P). هذه النتيجة قادت الباحثين للاعتقاد بأن الاختلافات في تطبيق الطرق المحاسـبية مثل طرق الاهتلاك وطرق تقييم المخزون هي على الأغلب مصدر الفروقات في نسبة (E/P).

هدفت دراسة (**Zarowin, 1995**)، إلى تحديد محددات نسبة الربح إلى السعر، ومقارنة نتـائج الدراسة مع دراسة (Beaver and Morse, 1978)، وذلك بالتطبيق على عينة مـن الـشركات الأمريكية تكونت من 89 شركة خلال الفترة 1964-1968.

وجاءت نتائج هذه الدراسة متناقضة لنتائج دراسة (Beaver and Morse, 1978) ، حيث توصل الباحث إلى أن الفروقات والاختلافات الدائمة في النمو المتوقع في ربحية الـسهم (EPS) طويلـة الأجل هي المصدر الأول والأساسي للتباينات في نسبة (P/E) طويلة الأجل ، وبأن نتائج دراسـة

(Beaver and Morse) كانت بسبب استعمالهم النمو المحقق (الفعلي) كمقياس بـديل (Proxy) للنمو المتوقع، حيث أن المقياسين (النمو الفعلي والنمو المتوقع) ليس بينهما ارتباط كبير. كـذلك توصلت الدراسة إلى أن العوامل الأخرى، مثل الطرق المحاسبية، النمو المتوقع في ربحية الـسهم قصيرة الأجل، والخطر (بيتا) غير مهمة نسبياً في شرح وتفسير التباين في نسبة (E/P).

هدفت دراسة **(Basu, 1983)**، إلى اختبار العلاقة بين كل من نسبة الربح إلى الـسعر وحجـم الشركة من جهة وبين العائد على الأسهم العادية للشركات المدرجة في سوق نيويورك (NYSE) من جهة أخرى، حيث تم تطبيق هذه الدراسة على عينة تكونت من 900 شـركة خـلال الفتـرة 1963-1980. وتم تقسيم عينة الدراسة إلى مجموعات حسب الحجم ومن ثـم تـم تقـسيم كـل مجموعة إلى مجموعات حسب نسبة (E/P) وبالتالي تم تشكيل 25 محفظة.

وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط بين العائد على أسهم الشركات الأمريكية وكلاً من نسبة (E/P) والحجم، وتحديداً فإن الأسهم العادية ذات نسبة (E/P) العالية تحقق عائد معـدل للمخاطرة أعلى من أسهم الشركات ذات نسبة (E/P)المنخفضة، وان هذا الأثر يظهر بشكل جلـي حتى بعد التحكم بأثر الحجم ولكن مع ذلك فإن أثر نسبة (E/P) على الـشركات كبيـرة الحجـم أضعف من أثرها على الشركات صغيرة الحجم.

اختبرت دراسة **(Cook and Rozeff, 1984)**، طبيعة تأثير كل من نسبة الربح إلـى الـسعر والحجم على عائد السهم، وتحديد إذا ما كان احد هذين المتغيرين له تأثير أقوى من تأثير الآخـر، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المدرجة في سوق أسهم نيويورك NYSE بلغـت (900) شركة خلال الفترة من 1964 إلى 1981، وتميزت هذه الدراسة باستخدامها لنسبة ربحية الـسهم المحققة السالبة والموجبة في حين أغفل (Basu,1983) القيم السالبة، إضافة إلى تحديدهم لطبيعـة تأثير المتغيرات من خلال العائد غير المتوقع وذلك مـن خـلال نمـوذج تـسعير (Black & Scholes) ومن ثم تحديد الانحراف المعياري الضمني.

وقد توصلت الدراسة إلى أن نسبة الربح إلى السعر والحجم لهما تأثير متساوي الأهمية تقريباً على عائد السهم.

هدفت دراسة **(Jaffe and Keim and Westerfiled, 1989)**، إلى تحسين وسائل التقـدير وبالتالي الوصول إلى طبيعة العلاقة بين كل من نسبة الربح إلى السعر والحجم من جهة وبين عائد السهم من جهة أخرى، وقد قام الباحثون بإجراء دراستهم خلال الفترة الواقعة بـين عـامي 1951 إلى 1986 وبالتطبيق على عينة من الشركات الأمريكية تراوحت بين 352 شركة في سنة 1951 إلى 1309 شركة في سنة 1974، وقد قام الباحثون باختيار محافظ استثمارية مرتبة على أسـاس نسبة (E/P) ووضعت الشركات في ست مجموعات، المجموعة صفر تتـضمن كـل الـشركات بأرباح سالبة والمجموعات من 1 إلى 5 تحتوي الشركات بأرباح موجبة، حيث الـشركات بنـسبة (E/P) الأقل وضعت في المجموعة الأولى والشركات بنسبة (E/P) الأعلى وضعت في المجموعة الخامسة، وبالتالي تم تشكيل 30 محفظة متساوية الحجم، ومن ثم قام الباحثون بإجراء آخر بترتيب الشركات على أساس القيمة السوقية أولاً ومن ثم على أساس نسبة (E/P) ثانياً وبالتالي تم تـشكيل 30 محفظة، وقاموا بتقسيم فترة العينة إلى ثلاث فترات هي: الفترة الكلية (1951-1986)، الفترة الفرعية الأولى (1951-1969)، الفترة الفرعية الثانية (1969-1986). وقد قام الباحثون بتحسين وسائل التقدير وتقليل الاختلافات في الرأي بين الباحثين السابقين وقاموا بنقد منهجيات الدراسـات السابقة.

وتوصل الباحثون إلى نتائج تنسجم مع نتائج دراسة (Cook and Rozeff, 1984)، وان اثر نسبة (E/P) على عائد السهم هو ذو دلالة إحصائية في كل شهور السنة في الفتـرة الفرعيـة الثانية (1969-1986)، وان هذا الأثر يكون واضح ودال إحصائيا فقط في شهر كانون الثاني في الفترة الفرعية الأولى (1951-1968)، كذلك توصلت الدراسة إلى أن تأثير الحجم هـو عكـسي وذو دلالة إحصائية فقط في شهر كانون الثاني في كلا من الفترة الكلية والفترتين الفرعيتين.

هدفت دراسة **(Costand and Freitas and Sullivan , 1991)**، إلـى تحديـد العوامـل المؤثرة على كل من نسبة سعر السهم إلى الربح (P/E) والقيمـة الـسوقية للـشركات اليابانيـة والزيادات الكبيرة في نسبة (P/E) للشركات اليابانية مقارنة بالشركات الأمريكية، وتم إجراء هـذه الدراسة خلال الفترة (1979-1989) على عينة من الشركات اليابانية بلغت 475 شـركة، وتـم استخدام نسبة (P/E) ومعكوسها نسبة (E/P) كمتغير تابع في علاقتها مع العوامل المؤثرة فيهـا. وتوصلت الدراسة إلى أن هناك العديد من العوامل التي تؤثر على هذه النـسبة والتـي أدت إلـى الزيادات الكبيرة فيها إضافة إلى تأثيرها على القيمة السوقية للشركة (MV) وهي التغيـرات فـي

خصائص الشركة مثل هيكل ملكية الشركة، ومعدل النمو في الأرباح، والخطر، واستعمال الاحتياطيات الخاصة، والقيمة السوقية لاستثمارات حيازة الأرض. وجدت الدراسة بأن التغيرات في نسبة (E/P) أو (P/E) مرتبطة طردياً (عكسياً) بالتغيرات في نمو الأرباح ونمو توزيعات الأرباح، ومرتبطة عكسياً (طردياً) مع التغيرات في قيمة الأرض ونسبة دفع توزيعات الأرباح، أما بالنسبة للتغيرات في القيمة السوقية فقد وجدت مرتبطة طردياً مع كلاً من التغيرات في الملكية الأجنبية، والتغيرات في نمو توزيعات الأرباح، والتغيرات في الاحتياطيات الخاصة، ومرتبطة عكسياً مع التغيرات في الملكية الفردية ونسبة دفع توزيعات الأرباح.

كذلك وجد أن التغيرات في ملكية الشركات هي مرتبطة بشكل هام مع التغيرات في نسبة (P/E) والقيمة السوقية للشركة ولكن عند استخدام معكوس النسبة (E/P) فإن العلاقة تنحجب، وان الخطر مرتبط بشكل هام بالتغيرات في كل من نسبة (P/E) والقيمة السوقية للشركات اليابانية، إضافة إلى وجود ارتباط بين التغير في الاحتياطيات الخاصة وكل من نسبة (P/E) والقيمة السوقية.

هدفت دراسة **(Allen and Lisnawati and Clissold , 1998)**، إلى اختبار إمكانية التنبؤ بنمو الأرباح باستعمال نسبة الربح إلى السعر (E/P) على عينة من الشركات الأسترالية تكونت من 207 شركة استرالية خلال الفترة 1972-1984، وذلك من خلال تصنيف شركات العينة على أساس نسبة (E/P)، حيث تم تصنيف شركات العينة إلى خمسة مجموعات، المجموعة الأولى تحتوي على الشركات ذات نسبة (E/P) الأعلى، بينما المجموعة الخامسة والأخيرة تحتوي مجموعة الشركات ذات نسبة (E/P) الأقل، أما المجموعة الثانية والثالثة والرابعة فتحتوي على الشركات ذات نسبة (E/P) المتوسطة وتكونت المجموعة الأولى والخامسة من 42 شركة لكل مجموعة، أما المجموعات الثانية والثالثة والرابعة فتكونت من 42 شركة لكل مجموعة.

وقد توصلت الدراسة إلى أن تغيرات أرباح الشركات الأسترالية (النمو) قابلة للتنبؤ بها من خلال استخدام نسبة (E/P)، وأن أسهم الشركات ذات نسبة (E/P) العالية تميل إلى أن يكون لها تغيرات الأرباح الأقل نسبياً، بينما أسهم الشركات ذات نسبة (E/P) المنخفضة تميل إلى أن يكون لها تغيرات أرباح أعلى.

هدفت دراسة **(Craig, Johnson, Joy, 1987)**، إلى تحري واختبار العلاقـة بـين الطـرق المحاسبية التي تستخدمها الشركة لأغراض الإبلاغ المالي ونسبة (P/E)، وفيما إذا كانت الفروقات في نسبة (P/E) مرتبطة بالفروقات بالطرق المحاسبية، وباستعمال عينة متكونة من 117 شـركة صناعية أمريكية خلال الفترة 1970-1975 فحص الباحثون العلاقة بين نسبة (P/E) وكـل مـن طريقة محاسبة المخزون (FIFO مقابل LIFO)، طـرق الاهتلاك (طريقة الاهتلاك المتـسارع مقابل طريقة القسط الثابت)، وائتمان ضريبة الاستثمـار (مؤجل مقابـل Flow- Through) ، وتم تحييد أثر المتغيرات المالية التالية: توزيعات أرباح الأسهم، والنمو، وبيتا، وحجم الشركة عند تنفيذ نموذج الانحدار.

أشارت نتائج الدراسة بأن مدفوعات توزيعات أرباح الأسهم وحجم الشركة كانـت أكثـر المتغيرات المالية أهمية، أما المتغيرات المتعلقة بالطرق المحاسبية (طرق تقييم المخزون وطـرق ائتمان ضريبة الاستثمار) كانت مرتبطة بشكل ملحوظ بنسبة (P/E)، الشركات التي تختار طريقة محاسبة مخزون متحفظة (LIFO) وطريقة ائتمان ضريبة استثمار مؤجلة لها نسب (P/E) أعلى من الشركات التي تختار طريقة (FIFO) وطريقة ائتمان ضريبة الاستثمار (Flow- Through)، بينما لم تجد الدراسة أي علاقة بين طرق الاهتلاك ونسبة (P/E) .

هدفت دراسة **(Lee, 1988)**، إلى اختبار العلاقة بين طرق تقييم المخزون ونسبة الـربح إلـى السعر (E/P)، وقام الباحث بإجراء دراسته على أسهم الشركات الصناعية الأمريكية خلال الفتـرة من عام 1966 إلى عام 1981 على عينة تكونت من 401 شركة (3419 مشاهدة). وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة هامة وذات دلالة بين نسبة (E/P) وطرق تقييم المخزون، ولكن نتـائج هذه الدراسة جاءت عكس النظرية الاقتصادية حيث وجدت الدراسة أن نسبة (E/P) للشركات التي تستخدم طريقة الوارد أخيراً صادر أولاً (LIFO) هي أعلى من نـسبة (E/P) للـشركات التـي تستخدم طريقة الوارد أولاً صادر أولاً (FIFO)، بينما تشير النظرية الاقتصادية بأن كل دينار من التدفقات النقدية قبل الضريبة في الشركات التي تستخدم طريقة (LIFO) يجب أن تؤدي إلى أرباح محاسبية أعلى، ومدفوعات ضريبية أقل، وسعر سهم أعلى من تلك الشركات التي تستخدم طريقـة (FIFO) وبالتالي نسبة (E/P) لشركات (LIFO) يجب أن تكون اقل من تلك لشركات (FIFO). لذا اعتبرت نتائج هذه الدراسة محيرة.

وللبحث عن العوامل التي تؤثر على هذه العلاقة والأسباب التي أدت إلى هذه النتيجة قام الباحـث في نفس الدراسة باختبار التأثير المحتمل للعوامل التالية: (الحجم، والخطر، وتصنيفات الـصناعة، وطرق محاسبية أخرى، وتوقعات نمو الأرباح المستقبلية) على علاقة طرق تقييم المخزون بنـسبة (E/P). ولم يجد الباحث من نتائج هذا الاختبار أي تأثير للعوامل المذكورة على العلاقة بين نسبة (E/P) وطرق تقييم المخزون، ولا الأسباب التي أدت إلى النتيجة المحيرة لهذه الدراسة.

قام **(Dhaliwal, Guenther ,Trombley, 1999)**، بإجراء دراستهم في محاولة لحل وتقـديم تفسير لنتيجة دراسة (Lee, 1988) المحيرة باستخدام مقاييس مطورة للمتغيرات المتعلقة بكلٍ من نسبة (E/P) وطرق تقييم المخزون حيث تسمح هذه المقاييس لضبط الفروقات بين الشركات التـي تتبع طريقة LIFO والشركات التي لا تتبع طريقة LIFO، وهذه المقـاييس المطـورة تتـضمن توقعات المحللين للنمو المستقبلي بدلاً من النمو الفعلي، والرافعة المالية كمقيـاس للخطـر، وبيتـا محسوبة باستعمال إجراء مصمم لتخفيض أخطاء القياس بدلاً من استعمال بيتا OLS العادية إضافة إلى ضبط تأثير الأرباح المؤقتة أو العابرة.

وتم إجراء هذه الدراسة على عينة من الشركات الصناعية الأمريكية تكونـت مـن 307 شركة خلال الفترة بين عامي 1982-1993 (عدد المشاهدات الإجمالية كانـت 2532 مـشاهدة شركة/ سنة). وتوصلت الدراسة إلى انه بعد ضبط اثر هـذه العوامـل، وجـد أن نـسبة (E/P) للشركات التي تستخدم طريقة (LIFO) هي فعلياً أقل من نسبة (E/P) للشركات التي لا تـستخدم طريقة (LIFO) وجاءت هذه النتيجة متسقة مع النظرية الاقتصادية والنتيجة المتوقعة في دراسـة (Lee).

قام **(Beaver, Dukes, 1973)**، بمقارنة نسبة (P/E) لمجموعتين من الـشركات، مجموعـة الشركات التي تستخدم طريقة الاهتلاك المتسارع لأغراض الإبلاغ المالي ولأغـراض الـضريبة ومجموعة الشركات التي تستخدم طريقة الاهتلاك المتسارع لأغراض الضريبة وطريقـة القـسط الثابت لأغراض الإبلاغ المالي. وتم تطبيق هذه الدراسة على عينة من الشركات الأمريكية تكونت من 123 شركة خلال فترة 18 سنة (12/1967-1/1950) وباستخدام بيانات شهرية. وتوصـل الباحثان إلى أن متوسط نسبة (P/E) لمجموعة الشركات التي تستخدم طريقة الاهتلاك المتـسارع كان اكبر من متوسط نسبة (P/E) لمجموعة الشركات التي تستخدم طريقة القسط الثابت.

هدفت دراسة **(Kusuma, 2005)**، إلى تفسير التباين في نسبة (E/P) بين الـشركات اليابانيـة والشركات الأمريكية من خلال الإجابة على السؤال التالي: هل الفروقـات فـي كثافـة اسـتخدام ممارسات تمهيد وتجميل الدخل بين الشركات اليابانية والأمريكية، تفسر الفروقات في نسبة (E/P) بين الشركات اليابانية والأمريكية، حيث وجدت الدراسات السابقة بأن الشركات اليابانية لها نـسبة (E/P) أقل من الشركات الأمريكية وتم تطبيق هذه الدراسة على عينة من الـشركات الـصناعية اليابانية والأمريكية تكونت من 1001 شركة (448 شركة يابانية و 553 شركة أمريكية) خـلال الفترة (1991-1995).

وأظهرت نتائج الدراسة أن الشركات اليابانية هي أكثر كثافة وممارسة لتجميل الدخل مـن الشركات الأمريكية، وان مؤشر تمهيد الدخل هو هام ودال إحصائيا في تفسير التباينات في نـسبة (E/P) للشركات اليابانية لكنه غير دال إحصائيا في الشركات الأمريكية، وأرجع الباحث سبب هذه النتيجة عائد إلى تفسيران هما أن تمهيد الدخل غير ممارس بشكل واسع في الشركات الأمريكيـة وبالتالي اختلاف وتباين تمهيد الدخل لا يوضح التباين في نسبة (E/P)، وانه حتـى إذا مارسـت الشركات الأمريكية تمهيد الدخل فإن المستثمرون مدركون له ويأخذونه بالحسبان ولا يأخذون أرقام الربح بشكل حرفي.

ثم قام الباحث بتحييد اثر تمهيد الدخل على تباين نسبة (E/P) بـين الـشركات اليابانيـة والأمريكية وتوصل الباحث إلى أنه بالرغم من ضبط وتحييد مؤشر تمهيد الدخل فإن الفروقات في نسبة (E/P) بين الشركات الأمريكية واليابانية لا تزال موجودة، واستنتج الباحث أن تمهيد الـدخل ليس هو العامل الوحيد الذي يساهم في الفروقات فـي نـسبة (E/P) بـين الـشركات اليابانيـة والأمريكية، وان عوامل أخرى قد تلعب دور في التأثير إما أن تكون عوامل خاصة في البلد (مثل التوقعات التضخمية والأنظمة الضريبية) أو عوامل خاصة بالشركة (مثل نوعية الأرباح والعوائـد الحقيقية).

هدفت دراسة **(الدبعي وأبو نصار، 2001)** إلى اختبار مدى ملائمة استخدام نسبة الربح إلى السعر لتحسين علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية، وتم إجراء هذه الدراسة على عينة مـن الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان لقطاعي الصناعة والخدمات، خلال الفتـرة

الممتدة بين عامي 1988-1996، وبعدد مشاهدات بلغ (327) مشاهدة خلال فترة الدراسة. وتم استخدام نماذج الانحدار البسيط والمتعدد المتغيرات لاختبار فرضيات الدراسة، وتم تقسيم مشاهدات هذه الدراسة إلى خمس مجموعات بناءاً على نسب الربح إلى السعر ومن ثم جرى تنفيذ نماذج الدراسة للشركات التي تنتمي إلى كل مجموعة من مجموعات نسب الربح إلى السعر.

توصلت الدراسة إلى أن نسبة الربح إلى السعر تعكس طبيعة عناصر الأرباح المحاسبية من حيث كونها عابرة أو دائمة، وتعكس أيضاً ما إذا كان المضمون المعلوماتي للأسعار أغنى من المضمون المعلوماتي للأرباح، كذلك توصلت الدراسة إلى أن تنفيذ نموذج علاقة العوائد بالأرباح بناءاً على نسب الربح إلى السعر يؤدي إلى تحسن القوة التفسيرية للنموذج بنسبة 14.8% ومعامل استجابة الأرباح بنسبة 12.6% وذلك مقارنة مع نتائج النموذج دون أخذ نسب الربح إلى السعر بعين الاعتبار.

ملخص الدراسات السابقة المتعلقة بتأثير العوامل الداخلية الخاصة بالشركة على نسبة الربح إلى السعر(E/P)

يعرض الجدول رقم (2) ملخصاً للدراسات السابقة التي تم عرضها سابقاً، مرتبة حسب ظهورها في بند الدراسات السابقة، حيث يعرض العمود الثاني اسم الباحث وسنة نشر الدراسة ويعرض العمود الثالث فترة الدراسة، فيما يعرض العمود الرابع متغيرات الدراسة، فيما يعرض العمود الأخير أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة.

جدول رقم (2)

جدول ملخص الدراسات السابقة المتعلقة بتأثير العوامل الداخلية الخاصة بالشركة على نسبة الربح إلى السعر (E/P)

ت	اسم الباحث وسنة نشر الدراسة	فترة الدراسة	متغيرات الدراسة	أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة
1	Beaver and Morse, 1978	1974-1956	نسبة السعر إلى الربح وخطر السوق والنمو.	أن لا خطر السوق ولا النمو يمكن أن يفسرا الفروقات والاختلافات في نسبة (E/P) بين الشركات.
2	Zarowin, 1995	1968-1964	نسبة الربح إلى السعر والنمو المتوقع في ربحية السهم طويلة الأجل، والطرق المحاسبية، والنمو المتوقع في ربحية السهم قصيرة الأجل، والخطر.	أن الفروقات والاختلافات الدائمة في النمو المتوقع في ربحية السهم طويلة الأجل هي المصدر الأول والأساسي للتباينات في نسبة (E/P) طويلة الأجل، وان العوامل الأخرى مثل الطرق المحاسبية، والنمو المتوقع في ربحية السهم قصيرة الأجل، والخطر (بيتا) غير مهمة نسبياً في شرح وتفسير التباين في نسبة (E/P).
3	Basu, 1983	1980-1963	نسبة الربح إلى السعر وحجم الشركة والعائد على الأسهم العادية.	وجود علاقة ارتباط بين العائد على الأسهم وكلاً من نسبة (E/P) والحجم.
4	Cook and Rozeff, 1984	1981-1964	نسبة الربح إلى السعر والحجم وعائد السهم.	أن نسبة الربح إلى السعر والحجم لهما تأثير متساوي الأهمية تقريباً على عائد السهم.
5	Jaffe, et al., 1989	1986-1951	نسبة الربح إلى السعر والحجم وعائد السهم.	أن تأثير نسبة (E/P) على عائد السهم هو ذو دلالة إحصائية في كل شهور السنة وان تأثير الحجم هو عكسي وذو دلالة إحصائية فقط في شهر كانون الثاني.
6	Costand, et al. 1991	1989-1979	نسبة السعر إلى الربح (P/E) ونسبة الربح إلى السعر(E/P)، وهيكل ملكية الشركة، ومعدل النمو في الأرباح، والخطر، واستعمال الاحتياطات الخاصة والقيمة السوقية لاستثمارات حيازة الأرض.	أن التغيرات في نسبة (E/P) أو (P/E) مرتبطة طردياً (عكسياً) بالتغيرات في نمو الأرباح ونمو توزيعات الأرباح، ومرتبطة عكسياً (طردياً) مع التغيرات في قيمة الأرض ونسبة دفع توزيعات الأرباح، كذلك وجد أن التغيرات في ملكية الشركات مرتبطة بشكل هام بالتغيرات في نسبة (P/E) وان الخطر مرتبط بشكل هام بالتغيرات في نسبة (P/E).
7	Allen, et al. 1998	1984-1972	نسبة الربح إلى السعر وتغيرات أرباح الشركات.	أن تغيرات أرباح الشركات قابلة للتنبؤ بها من خلال استخدام نسبة (E/P). وان أسهم الشركات ذات نسبة (E/P) العالية تميل إلى أن يكون لها تغيرات الأرباح الأقل، بينما أسهم الشركات ذات نسبة (E/P) المنخفضة تميل إلى أن يكون لها تغيرات أرباح أعلى.

8	Carig, et al. 1987	1975-1970	نسبة السعر إلى الربح (P/E) وطرق محاسبة المخزون، وطرق الاهتلاك، ومدفوعات توزيعات أرباح الأسهم وحجم الشركة.	أن مدفوعات توزيعات أرباح الأسهم وحجم الشركة كانت أكثر المتغيرات المالية أهمية، وان طرق محاسبة المخزون مرتبطة بشكل ملحوظ بنسبة (P/E)، بينما لم تجد الدراسة أي علاقة بين طرق الاهتلاك ونسبة (P/E).
9	Lee, 1988	1981-1966	نسبة الربح إلى السعر (E/P) وطرق تقييم المخزون.	وجود علاقة هامة وذات دلالة إحصائية بين نسبة (E/P) وطرق تقييم المخزون ولكن نتيجة الدراسة جاءت عكس النظرية الاقتصادية حيث وجدت الدراسة أن نسبة (E/P) للشركات التي تستخدم طريقة (LIFO) هي أعلى من نسبة (E/P) للشركات التي تستخدم طريقة (FIFO).
10	Dhaliwal, et al. 1999	1993-1982	نسبة الربح إلى السعر (E/P) وطرق تقييم المخزون.	أن نسبة (E/P) للشركات التي تستخدم طريقة (LIFO) هي فعلياً اقل من نسبة (E/P) للشركات التي لا تستخدم طريقة (LIFO).
11	Beaver and Dukes, 1973	1967-1950	مقارنة نسبة (P/E) لمجموعتين من الشركات، مجموعة الشركات التي تستخدم طريقة الاهتلاك المتسارع ومجموعة الشركات التي تستخدم طريقة القسط الثابت.	أن متوسط نسبة (P/E) لمجموعة الشركات التي تستخدم طريقة الاهتلاك المتسارع كان اكبر من متوسط نسبة (P/E) لمجموعة الشركات التي تستخدم طريقة القسط الثابت.
12	Kusma, 2005	1995-1991	تفسير التباين والفروقات في نسبة (E/P) من خلال كثافة استخدام ممارسات تمهيد الدخل.	أن الشركات اليابانية هي أكثر كثافة وممارسة لتجميل الدخل من الشركات الأمريكية وان مؤشر تمهيد الدخل هام ودال إحصائيا في تفسير التباينات في نسبة (E/P) للشركات اليابانية لكنه غير دال إحصائيا في الشركات الأمريكية.
13	الدبعي وأبو نصار، 2001	1996-1988	مستوى الأرباح (حصة السهم من الأرباح مقسومة على سعر السهم)، والتغير في الأرباح (التغير في حصة السهم من الأرباح مقسوماً على سعر السهم)، وعائد السهم.	أن نسبة الربح إلى السعر تعكس طبيعة الأرباح التي تحققها الشركة من حيث كونها عابرة أو دائمة.

ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

من استعراض الدراسات السابقة التي طبقت في الأردن نلاحظ أن معظم هـذه الدراسـات بحثت العلاقة بين متغيرات (سعر السهم، عدد الأسهم المتداولـة، وحجـم التـداول) ومتغيـرات الاقتصاد الكلي ولم تبحث العلاقة بين نسبة الربح إلى السعر (E/P) ومتغيرات الاقتصاد الكلـي، وتأتي هذه الدراسة لبحث طبيعة هذه العلاقة وهذا ما يميزها عن الدراسات السابقة التي طبقت في الأردن ، إضافة إلى أن هذه الدراسة تتميز عن الدراسات الأجنبية بأنها طبقت على بيئـة مختلفـة عن بيئة الشركات الأجنبية واختلاف الفترة الزمنية في هذه الدراسة عن هذه الدراسات السابقة.

الفصل الثالث: الإطار النظري

- مقدمة
- مفهوم وأهمية ومزايا نسبة الربح إلى السعر (E/P)
- المفاضلة بين استخدام نسبة الربح إلى السعر (E/P) ونسبة السعر إلى الربح (P/E) في الدراسات العملية
- المحددات الداخلية الخاصة بالشركة لنسبة الربح إلى السعر (E/P)
- متغيرات الاقتصاد الكلي وتأثيرها على نسبة الربح إلى السعر(E/P).

مقدمة

لقد درج المستثمرون والمحللون الماليون على الربط بين سعر السهم وربحيته، ومن النسب التي تربط بين سعر السهم وربحيته هي نسبة السعر إلى الربح (P/E) ومعكوسها نسبة الربح إلى السعر (E/P)، وتعتبر هذه النسبة من أقدم وأكثر النسب المالية استعمالاً من قبل المحللين الماليين والمستثمرين في الأسواق المالية، لكن استخدام نسبة الربح إلى السعر (E/P) هو مؤشر لقيمة الشركة أفضل من استخدام سعر السهم لوحده، حيث تعطي هذه النسبة مؤشراً للعائد على الاستثمار أو المبلغ الذي يطلبه المستثمر على استثماراته (Schroeder, et al., 2005)، وكم يرغب المستثمر أن يدفع لكل دينار من الأرباح أو كمية الأرباح لكل دينار مُستثمر، إضافة إلى أنها تعتبر مقياس للمقارنة بين أداء الشركات داخل نفس الصناعة أو المقارنة مع أداء السوق ككل أو المقارنة مع الأداء الماضي للشركة.

وتعتبر العلاقة بين أسعار الأسهم والأرباح المحاسبية من أكثر العلاقات التي خضعت للاختبار من قبل الباحثين بدءاً بالدراسة الأولى والرائدة لـ(Ball and Brown, 1968) ولغاية الآن. وأحد المقاييس التي وجد أنها مفيدة في تقييم هذه العلاقة هو نسبة الربح إلى السعر (E/P).

مفهوم وأهمية ومزايا نسبة الربح إلى السعر (E/P)

تعبر هذه النسبة كما تم ذكره سابقاً عن علاقة بين سعر السهم وربحيته، وتحسب ببساطة بقسمة نصيب السهم العادي من الأرباح (EPS) على القيمة السوقية للسهم (P) ومعكوسها يعرف بمضاعف الربحية لأنه إذا استخرجت النسبة وجرى ضربها بأحدث قيمة للأرباح المتحققة فإنه يمكن للمحلل المالي الحصول على تقدير لما يجب أن تكون عليه قيمة السهم في السوق. وعادةً يشار إلى نسبة الربح إلى السعر (E/P) بـريع الأرباح (Earnings Yield).

وتأخذ هذه النسبة صيغتين في الحساب هما:

أ. نسبة (E/P) الحالية أو السابقة (Current or Trailing 'E/P Ratio)
وتحسب من الأرباح بعد انتهاء السنة المالية وكالآتي:

= حصة السهم من الربح (EPS) للفترة الماضية
سعر السهم آخر الفترة

ب. نسبة (E/P) المتوقعة أو المستهدفة (Projected or Forward ' E/P Ratio)
وتحسب من خلال توقع الأرباح للسنة التالية وكالآتي:

= حصة السهم من الربح (EPS) المتوقعة للسنة التالية
سعر السهم آخر الفترة

وتكمن أهمية نسبة الربح إلى السعر (E/P) في أنها تعتبر عامل أساسي في قرارات الاستثمار باعتبارها مؤشراً للعائد على الاستثمار وهي لا تعتبر فقط مقياس للأداء الماضي للشركة بل أنها تعتبر مقياس لأداء الشركة في المستقبل حيث أنها تأخذ في الحسبان توقعات نمو الشركة بالإضافة إلى أنها تمثل ماذا يعتقد المستثمرون كم تساوي ثروة الشركة في المستقبل أي أنها انعكاس لتفاؤل السوق المتعلق بفرص نمو الشركة (Aga and Kocaman, 2006).

كذلك من المزايا الأخرى لهذه النسبة أن الربح المتوقع تحقيقه للسهم منسوباً إلى المبلغ الذي يدفعه المستثمر في سوق الأوراق المالية يكون مؤشراً مناسباً للمفاضلة بين البدائل المتاحة من فرص الاستثمار، إضافة إلى أن هذه النسبة كغيرها من النسب الأخرى يمكن أن تستخدم للتنبؤ بالتدفقات النقدية أو العائد الذي يمكن أن يحصل عليه المستثمر مستقبلاً، كما أنها تستخدم في سوق رأس المال للتنبؤ بالمخاطر النظامية للأسهم ومخاطر الإفلاس في وسط الشركات.

كذلك إن نسبة (E/P) (ريع الأرباح) مفيدة في المقارنات بين الأسهم والسندات، حيث أن قيمة نسبة (E/P) تصف العائد على السهم العادي بطريقة مماثلة لكم تغل السندات

(Shen, 2000)، إضافة إلى أن الاستثمار في الأسهم قد يكون أفضل من الاستثمار في الـسندات من خلال قراءة هذه النسبة، بمعنى أن ريع الأرباح (E/P) لكثير من الشركات الجيدة تتجاوز مـا تدفعه سندات الشركات ذات الدرجة العالية وأذونات الخزينة، فقد ذكرت بعض الدراسات الأمريكية أن اذونات الخزينة الأمريكية تعطي عائداً حوالي 5% بينما ريع الأرباح (E/P) لعدد من الشركات الأمريكية تتجاوز معدل 5%، وبالتالي كلما تجاوز معدل ريع الأرباح (E/P) لهذه الشركات معدل ريع السندات وأذونات الخزينة كلما كانت الأسهم جذابة أكثر للمستثمرين وبالتالي تظهر أهميـ ـة نسبة (E/P) (ريع الأرباح) في المقارنـ ـات مع الأصـ ـول الماليـ ـة الأخـ ـرى (Fisher, 2005)، لكن الفرق بينهما يتمثل بأن السندات وأذونات الخزينة تدفع دفعات نقدية ثابتة ومؤكـ ـدة وبالتـ ـالي تعتبر أوراق مالية خالية الخطورة، بينما الاستثمار في الأسهم يعطي ريع أرباح يصعب التنبؤ بها وليس هناك دفعات مؤكدة و بالتالي يعتبر الاستثمار في الأسهم ذو مخاطرة بسبب أن الأسهم تعتبر أوراق مالية ذات خطورة عالية نسبياً بالمقارنة مع سندات الخزينة و الأصول المالية الأخرى.

ومن فوائد هذه النسبة أيضاً أنها أداة للمقارنة، حيث يتم مقارنة أداء الشركة مع الـ ـشركات الأخرى في نفس القطاع أو مقارنة القطاعات المختلفة مع بعضها البعض، أو يمكن مقارنة نـ ـسبة (E/P) لشركة ما مع نسبة (E/P) للسوق ككل، حيث أنها في الأسواق المتقدمة تحسب على أساس السوق كاملاً ويتم نشرها على هذا الأساس، أو أن يتم مقارنة أداء الشركة حالياً مع أداء الـ ـشركة الماضي، كذلك تتم المقارنة من خلال استعمـ ـال نسبة (E/P) لشركة ما كا(Benchmark) لبقيـ ـة الشركات تتم مقارنة الشركات على أساسه.

المفاضلة بين استخدام نسبة الربح إلى السعر (E/P) ونسبة السعر إلى الربح (P/E) في الدراسات العملية

يفضل استخدام صيغة نسبة (E/P) عوضاً عن صيغة نسبة (P/E) في إجراء الدراسات وذلك للأسباب التالية إضافة إلى المزايا السابقة التي تم ذكرها:

١. إن صيغة نسبة (E/P) هي أسهل للتفسير من صيغة نسبة (P/E) فنسبة (P/E) تعني كم يجب أن ينفق المستثمر على السهم لشراء دينار واحد من الأرباح، بينما نسبة (E/P) تعني كمية الأرباح التي يمكن أن تشتري بها دينار واحد من السهم وبالتالي هي سهلة التفسير(Lee, 1998).

٢. إن صيغة نسبة (E/P) تفترض علاقة خطية بينها وبين المحددات والعوامل المؤثرة فيها و كما نرى في نموذج الانحدار في نموذج (Gordon)، وهذه العلاقة الخطية هي ما بينتهُ عدة دراسات، بينما استعمال صيغة نسبة (P/E) يحجب هذه العلاقة الخطية(Litzenberger and Rao, 1971; Jain and Rosett, 2006).

٣. إن استعمال صيغة نسبة (P/E) يؤدي إلى قيم متطرفة كبيرة، فعندما تكون الأرباح (EPS) سلبية أو قريبة من الصفر تظهر نسبة (P/E) كنسبة سلبية أو موجبة كبيرة جداً وليست منطقية وبالتالي يصعب التعامل مع هذا الرقم الناتج وقراءته، فالبعض يحسبها كقيمة سلبية أو موجبة كبيرة جداً، والبعض الأخر يعطيها رقم صفر، وآخرون يقولون انه لا يمكن حسابها (فمثلاً ماذا تعني شركة بنسبة (P/E) تساوي مثلاً 1500 موجب أو 1500 سالب)، بينما استعمال صيغة المعكوس (E/P) يخفض من هذه القيم المتطرفة ويعطي قيمة منطقية ومفهومة (Lee, 1988; Jain and Rosett,2006).

٤. إن وجود القيم المتطرفة الكبيرة في حالة استخدام صيغة نسبة (P/E) يسبب خسارة المعلومات حول بعض العلاقات الموجودة ويلغي بعض العلاقات التي قد تكون موجودة (Constand, et al., 1991; Zarowin, 1990).

5. عند المقارنات مع عائدات السندات واذونات الخزينة (الأصول المالية خالية المخـاطرة) فإن استخدام صيغة نسبة (E/P) تجعل المقياس قابل للمقارنة مع هذه العوائد بينما استخدام صيغة نسبة (P/E) يلغي ويحجب قابلية المقارنة مع عوائد الأصول عديمـ ـة الخطـورة (Shen, 2000).

و بالمجمل فإن استخدام مصطلح نسبة (E/P) هو الأفضل ويخدم نفس الدور الذي يخدمه مصطلح نسبة (P/E) بالإضافة إلى المزايا والفوائد التي يتمتع بها والمذكورة سابقاً.

المحددات الداخلية الخاصة بالشركة لنسبة الربح إلى السعر (E/P)

من أجل التعرف على محددات نسبة (E/P) للشركة فإنه سيتم الاعتماد على نموذج (Gordon 1960) للتنبؤ، والذي يحدد فيه أن العاملين الأساسيين المحركين لهذه النسبة هما معـدل الخـصم ومعدل النمو، حيث أن سعر السهم يساوي القيمة الحالية من التدفقات النقدية المستقبلية، وعلى أمد زمني لانهائي، السعر الحالي للسهم سيعكس التدفقات النقدية (Dividends) بـافتراض أن نـسبة الدفع (K) ثابتة، نمو ثابت للأرباح لكل سهم (EPS) (g)، ومعدل خصم ثابت (r)، ولكن نركـز على الأرباح كمحرك للسعر وحسب الصيغة التالية[1]:

$$1. \qquad P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{k * E(1+g)^{t-1}}{(1+r)^{t}}$$

حيث أن:-

P = السعر الحالي

E = الأرباح الحالية

g = معدل النمو المتوقع في الأرباح

r = معدل الخصم

K = نسبة توزيعات الأرباح

---

1. Jain and Rosett (2006).

وطالما أن الأرباح معاد استثمارها في الشركة أو تدفع بانتظام يمكن أن نستعمل الأربـاح أو توزيعات الأرباح في المعادلة أعلاه لربط السعر مع معدل الخصم (r) ومعدل النمو (g).
وبقسمة المعادلة رقم (1) على الأرباح (E) تنتج المعادلة التالية:-

$$2.\ \frac{P}{E} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{k*(1+g)^{t-1}}{(1+r)^{t}}$$

ونستطيع كتابة المعادلة رقم (2) بأسلوب أبسط كالآتي:-

$$3.\ \frac{P}{E} = \frac{k}{r-g}$$

وبقلب المعادلة رقم (3) ينتج نسبة (E/P) كإقتران مع كل من معـدل الخـصم ومعـدل النمـو وكالآتي:-

$$4.\ \frac{E}{P} = (1/K)*\ (r\text{-}g)$$

من الصيغة السابقة في نموذج (Gordon 1962) نجد أن معدل الخصم (r) ومعدل النمـو (g) هما أكثر المتغيرات مهمة في شرح وتفسير التباين في نسبة (E/P) خلال الفترة، ونستطيع كتابـة الصيغة السابقة على شكل معادلة انحدار وكالتالي:

$$5.\ \frac{E}{P} = \alpha + \beta r + \lambda\ g + \varepsilon$$

من المعادلة رقم (5) نجد أن هذا النموذج يفترض علاقة خطية بين نسبة (E/P) وكل من معدل النمو ومعدل الخصم.
وسيتم شرح كل متغير من المتغيرات المؤثرة في نسبة (E/P) وحسب الآتي:-

أ. معدل النمو(g)

يعتبر معدل نمو أرباح الشركة (EPS) محدد رئيسي لنسبة (E/P)، حيث أن الشركات التي لديها فرص نمو يكون سعر السهم لديها أعلى من الشركات التي ليس لديها فرص نمو، لأن المستثمر يشتري كل من الدخل الحالي وفرص نمو الشركة، أي أن هذه النسبة هي انعكاس لفرص نمو أرباح الشركة وتوقعات المستثمرين حول ربحية الشركة، بمعنى أن نسبة (P/E) العالية (E/P المنخفضة) تدل بأن المستثمرين يتوقعون نمو أرباح أعلى لهذه الشركة في المستقبل مقارنة مع الشركات ذات نسبة (P/E) المنخفضة (نسبة E/P العالية)، أي أن نسبة (E/P) مرتبطة عكسياً مع معدل النمو، بمعنى أن شركات النمو العالي يجب أن يكون لها نسبة (E/P) منخفضة والعكس صحيح. ويجدر الإشارة هنا إلى أن الأرباح في هذا النموذج تمثل أو يشار إليها بالأرباح الدائمة(Carig, et al., 1987 ; Allen, et al., 1998; Kusuma, 2005).

ب. معدل الخصم (r)

المحدد الثاني المهم في النموذج السابق هو معدل الخصم، وهو يمثل المعدل الذي يخصم به التدفقات النقدية للأسهم حيث أن هذه الأسهم ذات مخاطرة عالية وان التغيرات في أسعار الأسهم تعكس التوقعات حول معدل الخصم (بالإضافة إلى توقعات أرباح الشركة)(Ross, 2005)، إن العلاقة المتوقعة بين نسبة (E/P) ومعدل الخصم هي علاقة طردية وذلك لأن معدل الخصم مرتبط إيجابياً مع مخاطرة السهم وبالتالي فإن نسبة (E/P) سترتبط طردياً مع مخاطرة السهم(Beaver and morse, 1978 ; Zarowin, 1990).

بالإضافة إلى هذين المحددين الرئيسيين لنسبة (E/P)، هناك محددات وعوامل أخرى تؤثر في هذه النسبة، وهي كالآتي:-

١. الأرباح الدائمة والأرباح المؤقتة

متغير الأرباح للسهم (EPS) في نموذج (Gordon) هو معدل نمو ثابت للأربـاح (g)، أي أن هناك استمرارية ثابتة من الأرباح ستولدها الشركة ولكن الأرباح الفعلية للسهم (EPS) قـد تتفاوت من سنة إلى سنة أخرى بسبب عوامل عديـدة منهـا الأربـاح (Beaver and morse, 1970), (Lee,1988) الناتجة عن عوامل وأحداث غير متكررة واستثنائيـة خاصة بنسبة معينة مثل بيع أصل من أصول الشركة وتحقيق أرباح مؤقتة وبالتالي هذا المكـون من الأربـاح يعبـر عن جزء مؤقت أو أرباح مؤقتة أو العكس في حالة وجود نفقات عابرة أدت إلى تخفيض أربـاح الشركة لسنة ما، وهذا يؤدي إلى أن الأرباح الفعلية تختلف عـن الأربـاح المتوقعـة مـن قبـل المستثمرين مما يؤثر على نسبة (E/P)، حيث إذا كانت الأرباح المعلن عنها مـن قبـل الـشركة تتضمن مكونات مؤقتة موجبة، ستكون نسبة (E/P) متزايدة بشكل مؤقـت (Dhaliwal, et al., 1999)، أما إذا كانت الأرباح المعلن عنها من قبل الشركة تتضمن مكونات مؤقتة سلبية، ستكون نسبة (E/P) متناقصة بشكل مؤقت، إضافة إلى ذلك فإن قدرة المستثمرين في الأسواق المالية على تحديد المكون المؤقت لأرباح الشركة تؤثر على هذه النسبة، حيث انه مثلاً في حالة وجود خسائر مؤقتة في دخل الشركة فإن المستثمر سينظر إلى هذه الخسائر على أنها قـضية مؤقتـة وسـيبقى يشتري السهم بنفس السعر في السنوات السابقة. وبالتالي فإنه من الضروري التمييز بين المكونات الدائمة والمكونات المؤقتة لأرباح الشركة.

مما سبق نستخلص أن وجود المكونات المؤقتة للأرباح تؤثر على نسبة (E/P) حيث أظهرت عدة دراسات (Liu, pope, Ryan, and Zarowin, 1995) (الدبعي وأبو نصار، 2000) أن نـسبة (E/P) تعكس ما إذا كانت الأرباح تتضمن عناصر مؤقتة أم لا.

٢.اختلاف الطرق المحاسبية المستخدمة

تتيح المبادئ المحاسبية المتعارف عليها الاختيار من بين العديد مـن الطـرق والمبـادئ المحاسبية المقبولة قبولاً عاماً لمعالجة محاسبية معينة، فعندما يكون هناك أكثر من طريقة لمعالجة محاسبية معينة تستطيع إدارة الشركة الاختيار من بين العديد من المبادئ والأسـاليب المحاسـبية البديلة. وإذا ما اختارت الشركة طريقة محاسبية معينة من بين البدائل المتاحة، يجب أن تلتزم بها

من فترة مالية لأخرى. ولكن في ظل ظروف معينة تستطيع الشركة أن تغير من طريقة محاسبية لأخرى، أي أن توفر البدائل لمعالجة محاسبية معينة يؤدي إلى اختلاف الطرق المحاسبية المتبعة في الشركات، مما يؤثر على أرباح الشركات وبالتالي التأثير على النسب المالية ومنها نسبة الربح إلى السعر (E/P) (الخلايلة، 2007).

وسيتم التطرق لبعض من هذه الطرق المحاسبية التي تؤثر على هذه النسبة وكالآتي:-

أ. طرق تقييم المخزون

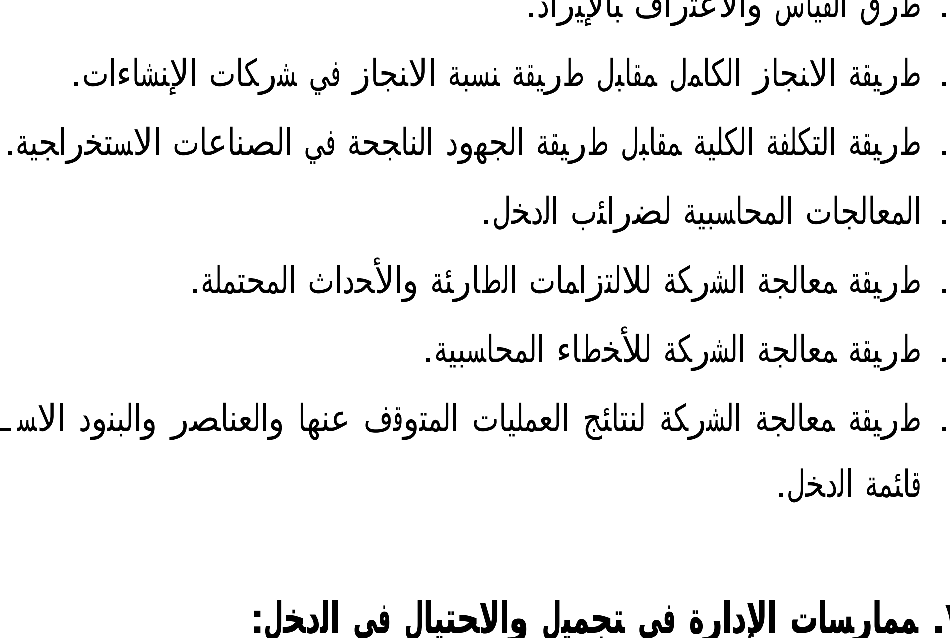
إن لاختلاف طرق تقييم المخزون أثراً على نسبة (E/P)، فمثلاً تستطيع الشركة استخدام طريقة الوارد أولاً صادر أولاً (FIFO)، وطريقة الوارد أخيرا صادر أولاً(LIFO)، أو طريقة المتوسط المرجع (W.A) لتقييم المخزون، وكل طريقة من هذه الطرق تؤدي بشكل عام إلى قيم مختلفة لمخزون آخر المدة وبالتالي تؤدي إلى قيم مختلفة لرقم صافي الدخل لنفس المستوى من الأنشطة الاقتصادية مما ينعكس في ربحية السهم (EPS) (الخلايلة، 2007) و بالتالي التأثير على نسبة (E/P).

ب. طرق احتساب اهتلاك الأصول الثابتة

كذلك من الطرق المحاسبية التي تؤثر في نسبة (E/P) هو اختلاف طرق الاهتلاك، فتستطيع الشركة أن تختار أكثر من طريقة لاحتساب اهتلاك الأصول الثابتة ومن هذه الطرق طريقة القسط الثابت وطريقة القسط المتناقص (الاهتلاك المتسارع)، والاهتلاك هو عبارة عن توزيع لتكلفة الأصل على السنوات المستفيدة من الأصل بطريقة منتظمة ومعقولة، وتبرز المشكلة المحاسبية هنا المتمثلة في كيفية توزيع تكلفة الأصل على السنوات المستفيدة من خدماته، أي هل يتم توزيع التكلفة على سنوات العمر الإنتاجي بالتساوي أو بمعدلات متناقصة، وللتعامل مع هذه المشكلة أتاحت المعايير المحاسبية عدة معالجات بديلة، وجميع هذه الطرق مقبولة قبولاً عاماً ولكن كل طريقة من الطرق المستخدمة تعطي قيم اهتلاك سنوي مختلفة ولها آثار متباينة على دخل وربحية الشركات وبالتالي التأثير على نسبة (E/P).

فمثلاً طريقة الاهتلاك المتسارع تعتبر طريقة محاسبية متحفظة وتؤدي إلى دخل محاسبي وأرباح محاسبية أقل مقارنة مع طريقة الاهتلاك حسب القسط الثابت، هذه الفروقات في استخدام هاتين الطريقتين يؤثر في نسبة (E/P)، أي أن الشركات التي تستخدم طريقة اهتلاك متحفظة (الاهتلاك المتسارع) سيكون لها نسبة (E/P) اقل من الشركات التي تستخدم طريقة اهتلاك اقل تحفظاً (طريقة القسط الثابت)(Beaver and Morse, 1978).

ومن الطرق والمبادئ المحاسبية الأخرى التي تؤثر في الدخل وربحية السهم و بالتالي التأثير على نسبة (E/P) الآتي:



١. طرق القياس والاعتراف بالإيراد.
٢. طريقة الانجاز الكامل مقابل طريقة نسبة الانجاز في شركات الإنشاءات.
٣. طريقة التكلفة الكلية مقابل طريقة الجهود الناجحة في الصناعات الاستخراجية.
٤. المعالجات المحاسبية لضرائب الدخل.
٥. طريقة معالجة الشركة للالتزامات الطارئة والأحداث المحتملة.
٦. طريقة معالجة الشركة للأخطاء المحاسبية.
٧. طريقة معالجة الشركة لنتائج العمليات المتوقف عنها والعناصر والبنود الاستثنائية في قائمة الدخل.

٣. ممارسات الإدارة في تجميل والاحتيال في الدخل:

يعتبر هذا العامل مهم وذو تأثير على نسبة الربح إلى السعر (E/P)، وهو يعرَف على أنه تدخل مقصود من قبل الإدارة لتخفيض التقلبات والانحرافات في مستوى الأرباح الحالية لكي تظهر بمستواها الطبيعي، وباستخدام أدوات محاسبية معينة تسمح لهم الاختيار بين البدائل المحاسبية وبما يتفق مع المبادئ المحاسبية المقبولة عموماً، للحد أو الاتجاه الذي يعتقدون انه يعكس رأيهم بأفضل صورة للمستثمرين وللتوقعات المستقبلية لأداء الشركة. وتلجأ الإدارة إلى تمهيد الدخل من أجل التأثير على الضرائب المستحقة، واكتساب ثقة المساهمين والمستثمرين في الأسواق المالية، وتحسين أسعار أسهمها في الأسواق المالية.(Beidleman, 1993)

وقد تقوم الإدارة بالتلاعب بالأرباح وتشويهها كأن أن تقوم الإدارة بإخفاء الأرباح غير العادية في السنوات الجيدة للتعويض والتغطية عن الخسائر في السنوات الصعبة مما يظهر أن ربحية الشركة مستمرة، وقد تقوم إدارات الشركات بالاحتيال والتضليل عن حقيقة أوضاع الشركة ومركزها المالي أو أن تقوم الشركة أيضاً بالغش في المبادئ المحاسبية لتعظيم أرباح الشركة مثل ما قامت به شركة (Enron) العالمية من الغش في المبادئ المحاسبية لإخفاء ديون والتزامات ضخمة عليها، كل هذا ينعكس بدوره على نسبة الربح إلى السعر (E/P) (Schroeder, et al., 2005)، كذلك أن قابلية التنبؤ بالأرباح مرتبطة بنمط الدخل المستقر وقابلية تذبذب الأرباح، وبالتالي قابلية التنبؤ بالأرباح يمكن أن تؤثر على قرارات الاستثمار وأسعار الأسهم وبالتالي التأثير على نسبة (E/P) (Kusuma, 2005).

بالإضافة إلى العوامل السابقة التي تم ذكرها والخاصة بالشركة هناك عوامل أخرى خاصة بالشركة تؤثر في ربحية الشركة منها الوضع التنافسي للشركة، نسبة العمالة، التغير التكنولوجي وغيرها.
وبالمجمل إن هناك عوامل عديدة تؤثر في نسبة الأرباح إلى السعر (E/P) وكل ما يؤثر في ربحية الشركة يؤثر في هذه النسبة، إضافة إلى أن نوعية وجودة هذه النسبة يعتمد على نوعية وجودة أرباح الشركة.

أما العوامل الخارجية المؤثرة في نسبة الربح إلى السعر (E/P) فهي تنقسم إلى عدة عوامل هي كالآتي:

١. العوامل الاقتصادية المحلية

وتشمل مجموعة من المتغيرات الاقتصادية الخاصة ببلد ما منها، التضخم، وعرض النقد، وأسعار الفائدة، والناتج المحلي الإجمالي، ومعدل الصرف، والناتج القومي الإجمالي، ومعدل البطالة، والديون الخارجية وغيرها، وسيتم التطرق لبعض من هذه العوامل الخاصة بالدراسة بالتفصيل لاحقاً في هذا الفصل.

٢. محددات ومؤثرات السوق المالي

تلعب الأسواق المالية دوراً في تحديد أسعار أسهم الشركات من خلال عملية التداول والشراء والبيع على أسهم الشركات مما ينعكس على سعر أسهم الشركات، وكذلك إن قانون العرض والطلب في الأسواق المالية لها دور في تحديد سعر السهم فمثلاً دخول سيولة كبيرة إلى الأسواق المالية (حالة شراء كبيرة) مع وجود كمية محدودة من الأسهم المعروضة للبيع مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم. كذلك من العوامل الأخرى المؤثرة في السوق المالي هي العوامل النفسية للمستثمرين والتي تتحدد بعدد من التصرفات والسلوكيات التي يميل المستثمرين إلى إتباعها بدافع غريزي دون الدقة في نتائجها منها، الولاء لبعض الأسهم، الركض وراء الجموع، معاكسة التيار والاتجاه (التخالف)، الاكتئاب النفسي، وسلوك الفرد وسلوك السوق كحشد من الناس (محفوظ، ١٩٩٥) ، أو الدعاية والإشاعات الكاذبة حول سهم ما التي تدفع المستثمرين في السوق إلى شراء السهم بسعر أعلى من السعر الذي اعتادوا أن يشتروا به السهم (bubble) (Ross, et al., 2005).

كل هذه السلوكيات تؤثر في أسعار الإسهم، فالأسواق المالية هي بطبيعتها عقلانية وتتمتع بالكفاءة الذاتية إلا انه من وقت لآخر تسود الأسواق المالية مثل السلوكيات تؤثر في سعر السهم وبالتالي التأثير على نسبة (E/P)، وغيرها من العوامل التي تؤثر على حجم التداول بأسهم الشركات في الأسواق المالية.

متغيرات الاقتصاد الكلي وتأثيرها على نسبة الربح إلى السعر (E/P)

مثلما أن نسبة الربح إلى السعر (E/P) تحددها عوامل داخلية خاصة بالشركة، هناك العوامل الاقتصادية التي تؤثر على كافة الشركات وكافة القطاعات وكافة مناحي الحياة في بلد ما إضافة إلى تأثيرها على الأسواق المالية، وبالتالي تأثيرها على الشركات وأدائها وربحيتها وأسعار أسهمها مما ينعكس على نسبة (E/P). وسيتم أدناه شرح تأثير هذه المتغيرات الاقتصادية على نسبة (E/P).

١. التضخم (I) Inflation

يعد التضخم من أهم المشاكل الاقتصادية التي تعاني منها معظم اقتصاديات العالم وخاصة الدول النامية لما تسببه ظاهرة التضخم من آثار اقتصادية واجتماعية خطيرة على كافة نواحي الحياة (السمان والبطاينة، ٢٠٠٤). ويعرف التضخم على انه الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار وما يقابله من تدهور القوة الشرائية للعملة في أسواق السلع والخدمات، أي كلما ارتفع المستوى العام للأسعار فإن القيمة التي يشتريها الدينار من سلع وخدمات تقل وبالتالي فإن التضخم يؤدي إلى تناقص القوى الشرائية للنقود (هوشيار، ٢٠٠٥).

والتضخم له تأثير ضخم وكبير على الأسهم، حيث أن أسعار الأسهم تعتمد أولياً على القيمة الحالية للتدفقات النقدية للاستثمارات، وبمعنى آخر إن المستثمر يشتري السهم اليوم للحصول على تدفقات نقدية مستقبلاً، وإذا ازداد التضخم في المستقبل سيخفض قيمة التدفقات النقدية المستقبلية مما يعني أن تلك التدفقات هي اقل قيمة اليوم (Aga and Kocaman, 2006). أي أن التضخم له تأثير كبير على تحركات أسعار الأسهم وبالتالي فإن المستثمرين يكونوا أكثر اهتماماً بالعائد الحقيقي وليس بالعائد النقدي، طالما أن العائد الحقيقي هو الذي يقيس التحسن الذي أحرزوه من جراء الاستثمار.

وهناك نظريتان فيما يتعلق بالتضخم ونسبة (E/P):

النظرية الأولى: أن تكون العلاقة بين التضخم ونسبة الربح إلى السعر (E/P) طردية حيث تميل هذه النسبة للارتفاع في أثناء فترات التضخم العالية، فزيادة معدل التضخم سيؤدي إلى زيادة في

كمية الأموال المخصصة لأغراض الإنفاق الاستهلاكي وبالتالي انخفاض حجم الأمـوال المتبقيـة لأغراض الاستثمار في الأسهم مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على الأسـهم وبالتـالي انخفـاض أسعارها (سلامة، ١٩٩٧)، ومن ثم التأثير على هذه النسبة (E/P) إيجابياً.

وبالعكس ففي حالة انخفاض التضخم يؤدي إلى انخفـاض كميـة الأمـوال المخصـصة لأغراض الإنفاق الاستهلاكي وبالتالي زيادة كمية ما يخصص لأغراض الاستثمار في الأسـهم و بالتالي ارتفاع أسعارها مما ينعكس سلبياً على نسبة (E/P).

النظرية الثانية: أن تكون العلاقة سلبية (عكسية) بين التضخم ونسبة الربح إلى الـسعر (E/P)، فعندما يرتفع معدل التضخم تبدأ النقود بفقدان قوتها الشرائية، فيحاول المستثمرون حماية مدخراتهم ضد هذه المخاطر فيقومون بزيادة حجم استثماراتهم في الأسهم فترتفع أسعارها(سلامة، ١٩٩٧)، وبالتالي التأثير على هذه النسبة.

ويمكن النظر إلى طبيعة العلاقة بين نسبة الربح إلى السعر (E/P) والتضخم مـن ناحيـة فرص نمو أرباح الشركة، حيث إذا اعتقد المستثمر بأن الشركة ستنمو بسرعة في المستقبل، سيقوم المستثمر بالدفع لذلك النمو بشراء الأسهم بنسبة (E/P) منخفضة، لكن التضخـم سيخفض قيمـة ذلك النمو، وبالتالي لن يكـون المستثمر راغباً للدفع نفس القدر للنمـو ولأنـه سيكون اقـل فـي بيئـة تضخم عاليـة، وذلك يعني أن نسبة (E/P) ستهبـط، لـذا التـضخـم المـنخفض يعنـي نسبـة (E/P) أقل وأسعار أسهم أعلى، والتضخم العالي يعني نسبة (E/P) أعلى وأسـعار أسـهم أقل(Aga and Kocaman, 2006).

ومن التأثيرات المهمة للتضخم على المتغيرات الاقتصادية الأخرى تـأثيره علـى النـاتج المحلي الإجمالي حيث انه في حالة التضخم نجد أن معدل نمو الناتج المحلي الإجمـالي الحقيقـي ينخفض وهذا ينعكس على الإنفاق الإجمالي بالانخفاض مما يؤدي إلى انخفاض حـصة نـصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي وبالتالي يقل الطلب على السلع والخدمات والموارد وكذلك يتحول المتعاملون في الأسواق المالية عن نشاطاتهم الاستثمارية وتقل الاستثمارات في الأسهم مما يـؤدي إلى انخفاض أسعارها (هوشيار، 2005).

كذلك من تأثيرات التضخم تأثيره السلبي على بعض أصحاب المدخرات عندما ينخفض ميل ادخارهم بسبب انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية مع تزايد كمية النقود. إضافة إلى أن التضخم يؤدي إلى خلق ارتباك في استخدام النقود، حيث تقل الموارد الحقيقية للناس (هوشيار، 2005)، وفيما يخص الاستثمارات المالية فإن التضخم ترافقه عادة أسعار فائدة اسمية أعلى وهذا ما يزيد من تكلفة الفرصة البديلة ويدفع الناس إلى تفضيل الاحتفاظ بالنقود السائلة.

وبالمجمل فأن التضخم يؤثر على المتغيرات الاقتصادية الأخرى ومنها الناتج المحلي الإجمالي وسعر الفائدة وعرض النقد مما ينعكس على الأسهم و بالتالي التأثير على نسبة الربح إلى السعر (E/P).

ولأهمية التضخم في التأثير على هذه النسبة إضافة إلى تأثيره على بقية المتغيرات الاقتصادية الكلية الأخرى، فإنه سيتم التركيز على هذا المتغير وبيان قدرته على تفسير التذبذب في نسبة الربح إلى السعر (E/P)، باعتباره المتغير الذي له التأثير الأكبر على هذه النسبة.

٢. الناتج المحلي الإجمالي Gross Domestic Product (GDP)

ويعرف الناتج المحلي الإجمالي على انه مجموع قيم السلع والخدمات النهائية على اختلاف أنواعها التي تنتج في بلد معين محلياً خلال فترة زمنية معينة عادة تكون سنة، أي انه يقتصر على احتساب ما ينتجه المجتمع أو الاقتصاد فوق البقعة الجغرافية للوطن، ولا يشمل بالتالي ما ينتجه المواطنون العاملون في الخارج (حسين وسعيد، 2004).

أن معظم النظريات الاقتصادية تعتبر هذا المتغير من المتغيرات التي لها دور كبير في التأثير على مستويات أسعار الأسهم.

أن نمو وتغير الناتج المحلي الإجمالي يكون له تأثير ايجابي على أسعار الأسهم حيث يتوقع أن يؤدي نمو الناتج المحلي الإجمالي إلى زيادة الطلب على الاستثمار وبالتالي ازدياد تفاؤل المستثمر بشأن زيادة أرباح الشركة في المستقبل مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الاستثمار في الأوراق المالية ومنها الأسهم (الزعبي، 2000)، و بالتالي ارتفاع أسعار الأسهم مما يؤثر سلبياً على نسبة (E/P).

إن النمو في الناتج المحلي الإجمالي يقلل من احتمالية فشل المشاريع والـشركات وزيـادة الاستثمار في الأسهم والى طرح أسهم جديدة.

وبالمقابل فإنه يتوقع أن يكون هناك أثراً سلبياً لنمو الناتج المحلي الإجمالي حيث يؤدي النمـو المتزايد في الناتج المحلي الإجمالي إلى زيادة عرض النقد وبالتالي زيادة معدلات التضخم وزيادة معدل الفائدة، وزيادة معدل الفائدة يؤدي إلى زيادة معدل العائد المطلوب على الاسـتثمار، وهـذا يؤثر سلبياً على أسعار الأسهم والتوقعات بشأنها (الزعبي، 2000)، وبالتالي التأثير علـى نـسبة (E/P) إيجابياً.

إضافة إلى أن نسبة (E/P) مرتبطة مع اعتقادات المستثمرين وتوقعاتهم حـول فـرص نمـو أرباح الشركة فنسبة (E/P) المرتفعة تعني أن المستثمرين يعتقدون بأن أرباح الشركة في المستقبل سترتفع والعكس صحيح.

٣. معدل الفائدة Interest Rate

يعتبر معدل الفائدة من العوامل المهمة التي تؤثر في نسبة الربح إلى السعر (E/P)، حيث تتوقع النظرية الاقتصادية بأن معدلات الفائدة طويلة الأجل وقصيرة الأجل لها تأثير سـلبي علـى الأسهم، حيث أن الزيادة في معدلات الفائدة قد يرفع كلف التمويـل ومن ثـم يخفـض ربحيـة الشركة المستقبلية وأسعار أسهمها، حيث يتحدد سعر السهم بناءً على الأرباح المتوقعـة للـشركة ومعدل سعر الفائدة كمؤشر لمعدل العائـد المطلوب، فزيـادة سعـر الفائـدة يـؤدي إلـى انخفاض أسعار الأسهم، أي اتجـاه سـعر الفائـدة يـسير بعكـس اتجـاه أسـعار الأسـهم (Ratanapakorn and Sharma, 2007).

وقد يعتبر معدل الفائدة البديـل الاستثماري للاستثمـار في أسـواق الأسهـم أو تكـاليف الفرصـة البديلة حيث أن الزيادة في معدل الفائدة تجعل الأفراد يبتعـدون عـن الدخـول فـي المخاطرة وشراء الأسهم ويتجهون إلى الودائـع البنكية فينخفض الطلب على الأسهـم ويـزداد الطلب على الودائع وبالتالي التأثير على أسعار الأسهم مما يؤثر على نسبة الـربح إلـى الـسعر (E/P) (Bulmash and Trivoli, 1991).

٤. عرض النقد Money Supply (MS)

يعد عرض النقد من المتغيرات المهمة التي تؤثر على أسهم الشركات وعلى الأسواق المالية، ويعرف عرض النقد على انه كمية النقود المتاحة في الاقتصاد القومي في فترة زمنية محددة ويفسر الاقتصاديون كمية النقود المتاحة بإجمالي النقود على اختلاف أنواعها الموجودة في المجتمع في فترة زمنية معينة (السمان والبطاينة، 2004).

ويتكون عرض النقد في المجتمع من عنصرين هما: النقود الورقية المتداولة بأجزائها ونقود الودائع أو النقود المصرفية، وهناك عدة مقاييس لعرض النقد وتتميز عن بعضها البعض بدرجة سيولتها (إمكانية تحويلها إلى نقد) (حسين وسعيد، 2004)، وهي:

١. المفهوم الضيق لعرض النقد (M1): وهو يشمل النقد المتداول والودائع تحت الطلب لدى البنوك التجارية، ويتميز هذا النوع بدرجة سيولة عالية.
٢. المفهوم الواسع لعرض النقد (M2): وهو يتكون بالإضافة مكونات إلى عرض النقد (M1) الودائع لأجل لدى البنوك التجارية.

ويتوقع أن يكون لعرض النقد تأثيران سلبي وايجابي على نسبة الربح إلى السعر (E/P)، فزيادة عرض النقد تؤدي إلى زيادة حجم الاستثمار وبما أن جزءاً من هذا الاستثمار سيتم تمويله عن طريق طرح أدوات تمويل جديدة فمن المتوقع أن يترك عرض النقد آثارا ايجابية على أسعار الأسهم (الزعبي، 2000)، ومن ثم التأثير السلبي على نسبة (E/P). إن هذا التأثير السلبي يتم إما بطريقة مباشرة أو بطريقة غير مباشرة، حيث في الطريقة المباشرة أن زيادة عرض النقد تدفع بالأفراد والأعمال أن ينفقوا النقود على السلع والأصول المالية والتي منهم الأسهم وبالتالي ترتفع أسعارها. أما التأثير غير المباشر فيتم من خلال أن زيادة عرض النقد تؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة مما يؤدي إلى زيادة الاستثمار وبالتالي زيادة الإنتاج وانخفاض نسبة البطالة ونظراً للتأثير الايجابي المحتمل لتلك الأحداث على أرباح الشركات فإنه يتوقع أن ارتفاع مستوى أسعار الأسهم في السوق المالي هو المحصلة النهائية لزيادة عرض النقد.

ومن ناحية أخرى قد يظهر اثر إيجابي يتمثل في حجم الإصدارات الجديدة حيث أن الزيادة في عرض النقد قد يذهب جزء منها على شكل إصدارات جديدة من الأسهم مما يؤدي إلى امتصاص جزء لا بأس من السيولة المتاحة مما يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم (الزعبي، 2000)، مما يؤثر إيجابياً على نسبة (E/P).

ويعتبر عرض النقد احد أهم أدوات السياسة النقدية والتي تتحكم بها البنوك المركزية، حيث تلعب البنوك المركزية دوراً فاعلاً في التأثير على عرض النقد وحجم السيولة في السوق وذلك من خلال استخدام أساليب التحكم بما يوائم والوضع الاقتصادي لتلك الدول، وهناك علاقة وثيقة بين عرض النقد والتضخم، حيث يرى الاقتصاديون أن التغيرات أو الزيادات في عرض النقد هي المصدر الرئيسي للمتغيرات في المستوى العام للأسعار ومن ثم حدوث التضخم، ويروا أن علاج التضخم يتمثل في محاولة تخفيض معدلات نمو عرض النقد إلى مستويات منخفضة.

الفصل الرابع: منهجية الدراسة

- تمهيد
- مجتمع الدراسة
- عينة الدراسة
- فترة الدراسة
- مصادر البيانات والمعلومات
- فرضيات الدراسة
- كيفية قياس متغيرات الدراسة
- نماذج الدراسة
- الأساليب الإحصائية المستخدمة في الدراسة

تمهيد

سوف يتم في هذا الفصل التعرف على مجتمع وعينة الدراسة ونطاقها وبياناتها ثم المصادر المختلفة التي تم الحصول على البيانات منها، وكذلك التعرف على فرضيات الدراسة وكيفية قياس متغيرات الدراسة والنماذج والأساليب الإحصائية المستخدمة لاختبار فرضيات الدراسة.

مجتمع الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي في قطاعي الصناعة والخدمات خلال فترة الدراسة من سنة 1998 إلى سنة 2007، والتي يبلغ عددها (94) شركة صناعية و(59) شركة خدمية، وبالتالي يتكون مجتمع الدراسة من (153) شركة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، ولم تشمل الدراسة شركات قطاعي البنوك والتأمين نظراً لطبيعتها الخاصة وخضوعهما لتشريعات خاصة بهما وبالتالي وجود اختلافات جوهرية بين هذين القطاعين وكل من قطاعي الصناعة والخدمات، إضافة لتوافر عدد كاف لإجراء التحليلات الإحصائية من الشركات التي تنطبق عليها شروط العينة في قطاعي الصناعة والخدمات.

عينة الدراسة

شملت عينة الدراسة (66) شركة مساهمة عامة مدرجة في سوق عمان المالي في قطاعي الصناعة والخدمات خلال فترة الدراسة والتي استوفت الشروط التالية:

١. أن تكون الشركة مدرجة في سوق عمان المالي خلال فترة الدراسة.
٢. أن تتوافر بيانات كافية عن الشركة في دليل سوق عمان المالي وفي القوائم المالية لحساب متغيرات الدراسة. وهذه البيانات هي:
   أ. بيانات أسعار الإغلاق السنوية لسهم الشركة (حسب نافذة الدراسة) ولجميع سنوات الدراسة.
   ب. بيانات ربحية السهم سنوياً (السنة المالية) ولجميع سنوات الدراسة.
٣. أن لا تكون الشركة قد تعرضت للدمج خلال فترة الدراسة.

وكانت عينة الدراسة موزعة بين القطاعين (الصناعة والخدمات) كما يلي:

العينة	عدد الشركات	نسبة شركات العينة من مجتمع الدراسة
العينة الكلية	66	43 %
قطاع الصناعة	49	52 %
قطاع الخدمات	17	29 %

ويوضح الملحق رقم (1) شركات عينة الدراسة.

فترة الدراسة

تغطي الدراسة فترة عشر سنوات تمتد من 1998 إلى 2007.

مصادر البيانات والمعلومات

اعتمد الباحث في تجميع المعلومات اللازمة لتغطية الإطار النظري للدراسة على الكتـب والدوريات المحلية والأجنبية والنشرات ذات العلاقة.

أما بخصوص البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة واللازمة لاختبار فرضيات الدراسة فقد تم الاعتماد على المصادر التالية:

١. دليل الشركات المساهمة العامة لسنوات متعددة تشمل فترة الدراسة.
٢. التقارير المالية السنوية للشركات المساهمة العامة الأردنية التي تشكل عينة الدارسة
٣. التقارير السنوية للبنك المركزي
٤. نشرات البنك المركزي
٥. البيانات الصادرة عن دائرة الإحصاءات العامة.

فرضيات الدراسة

تحقيقاً لأهداف الدراسة فقد تم صياغة الفرضيات التالية بصيغتها العدمية:

١. لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل التضخم ونسبة الربح إلى السعر (E/P)
٢. لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي ونسبة الربح إلى السعر (E/P)
٣. لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل الفائدة ونسبة الربح إلى السعر (E/P)
٤. لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل التغير في عرض النقد ونسبة الربح إلى السعر (E/P)
٥. لا يعتبر معدل التضخم هو المتغير الأهم من حيث قدرته على تفسير التغيرات في نسبة الربح إلى السعر(E/P) من بين المتغيرات الاقتصادية الأخرى.
٦. لا توجد فروقات بين قطاعي الصناعة والخدمات فيما يتعلق بالعلاقة بين نسبة الربح إلى السعر (E/P) ومتغيرات الاقتصاد الكلي.

كيفية قياس متغيرات الدراسة

تتكون متغيرات الدراسة من المتغيرات التالية:

١. متغيرات مستقلة: معدل التضخم، ومعدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل الفائدة، ومعدل التغير في عرض النقد.
٢. متغير تابع: نسبة الربح إلى السعر (E/P).

والتالي كيفية قياس هذه المتغيرات.

أولاً: المتغيرات المستقلة

١. معدل التضخم السنوي (INF).

وهو يمثل معدل التغير في الرقم القياسي العام لأسعار المستهلك (CPI) والذي يقيس المستوى العام لأسعار سلعة ثابتة من السلع والخدمات التي تستهلكها الأسرة في الأردن بما فيها السلع والخدمات المستوردة من الخارج (البنك المركزي الأردني، 2008).

ويحسب معدل التضخم مقاساً بالتغير النسبي في الرقم القياسي العام لأسعار المستهلك حسب المعادلة التالية:

= (الرقم القياسي العام لأسعار المستهلك في الفترة الحالية – الرقم القياسي العام لأسعار المستهلك في الفترة السابقة) / الرقم القياسي العام لأسعار المستهلك في الفترة السابقة

وتم الحصول على بيانات التضخم السنوي من نشرات دائرة الإحصاءات العامة.

٢. معدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي السنوي (GDP)

ويعرف الناتج المحلي الإجمالي على انه مجموع قيم السلع والخدمات النهائية على اختلاف أنواعها التي تنتج في بلد معين محلياً خلال فترة زمنية معينة عادة تكون سنة (حسين وسعيد، 2004)، وتم استخدام الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق الجارية باستخدام بيانات سنوية ومن خلال البيانات والنشرات الصادرة عن دائرة الإحصاءات العامة.

وتم قياس معدل التغير (النمو) في الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق الجارية مقاساً بالتغير النسبي باستخدام المعادلة التالية:

= (الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق الجارية في الفترة الحالية – الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق الجارية في الفترة السابقة) / الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق الجارية في الفترة السابقة

٣. معدل الفائدة السنوي (IR)

وهو يمثل معدل سعر الفائدة السنوي على الودائع لأجل لـدى البنـوك التجاريـة، وتـم الحصول على البيانات الخاصة بهذا المتغير من خلال نشرات وبيانات البنك المركزي الأردني.

٤. معدل التغير السنوي في عرض النقد (MS)

ويعرف بمفهومه الواسع على أنها مجموع النقد المتوفر للاستثمار فـي الـسوق المـالي والاقتصاد ككل (البدري والخوري، 1997)، وتم استخدام مفهوم عرض النقد بمفهومـه الواسـع (M2) و الذي يتكون من النقد المتداول والودائع تحت الطلب لدى البنوك التجارية بالإضافة إلـى الودائع لأجل لدى البنوك التجارية (البنك المركزي الأردني، 2008).

وتم قياس معدل التغير في عرض النقد (M2) مقاساً بالتغير النسبي في عرض النقد حسب المعادلة التالية:

= **معدل العرض النقدي (M2) في الفترة الحالية – معدل العرض النقدي(M2) في الفترة السابقة**

معدل العرض النقدي(M2) في الفترة السابقة

وتم الحصول على البيانات الخاصة بهذا المتغير بشكل سنوي من نشرات وبيانات البنـك المركزي الأردني.

و يوضح الملحق رقم (2) بيانات المتغيرات الاقتصادية.

ثانياً: المتغير التابع: نسبة الربح إلى السعر (E/P)

وهي معكوس نسبة السعر إلى الربح (P/E)، وهي تمثل نسبة ربحية السهم المحققة (EPS) للسنة المالية T والمنتهية في 31/12 إلى القيمة السوقية للسهم للسنة المالية T خلال نافذة الدراسة.

وتم قياس ربحية السهم (EPS) من خلال المعادلة التالية:

= الدخل المتاح لحملة الأسهم العادية / المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية القائمة

وعليه، فإنه سيتم احتساب نسبة الربح إلى السعر (E/P) حسب المعادلة التالية:

نسبة الربح إلى السعر = ربحية السهم / السعر السوقي للسهم

$$\text{Earnings To Price Ratio}_{it} = \frac{\text{Earning Per Share } (EPS_{it})}{\text{Price Per Share}(P_{it})}$$

حيث أن:

EPS_{it} : نصيب السهم من الأرباح لسهم الشركة i في نهاية السنة المالية t.

P_{it} : سعر الإغلاق السنوي لسهم الشركة i في نهاية نافذة الدراسة.

وسيتم احتساب هذه النسبة لشركات العينة وبشكل سنوي، مشاهدة سنوية لكل شركة، وستكون نافذة الدراسة تبدأ في أول أيار السنة المالية وتنتهي في أواخر نيسان السنة المالية التالية، فمثلاً نسبة الربح إلى السعر لسنة 1998 للشركة (i) تم احتسابها بقسمة ربحية السهم من الأرباح لعام 1998 للشركة (i) على سعر سهم الشركة (i) في نهاية شهر نيسان من عام 1999 وهكذا لبقية سنوات الدراسة.

والسبب في اختيار النافذة بهذه الطريقة هو محاولة تضمين موعد الإعلان عن القوائم المالية للشركات في نافذة الدراسة، حيث البيانات المالية للشركات ومنها ربحية الشركة (EPS)

لا تكون متوفرة بالفعل للمستثمر في نهاية السنة وإنما تنشر البيانات بعد فترة تمتد من ثلاثة إلـى أربعة أشهر من تاريخ انتهاء السنة المالية وبالتالي أي تأثيرات على سعر السهم لا تظهر إلا بعـد نشر هذه البيانات المالية. لذلك رقم ربحية الشركة (EPS) يجب أن يكون مقسوماً على سعر السهم في نهاية الشهر الرابع بعد تاريخ انتهاء السنة المالية للشركة.

نماذج الدراسة

سيتم اختبار فرضيات الدراسة باستخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد المتغيـرات لمعرفة العلاقة والارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع وسيتم استخدام معادلات الانحدار التالية:

1. $(E/P)_{it} = a_{0it} + a_1 \, I_{NF\,t} + \varepsilon_{1\,it}$
2. $(E/P)_{it} = b_{0it} + b_1 \, \Delta_{GDP\,t} + \varepsilon_{2\,it}$
3. $(E/P)_{it} = c_{0it} + c_1 I_{Rt} + \varepsilon_{3\,it}$
4. $(E/P)_{it} = d_{0it} + d_1 \, \Delta_{MSt} + \varepsilon_{4\,it}$
5. $(E/P)_{it} = \lambda_{0it} + \lambda_1 \, I_{NFt} + \lambda_2 \, \Delta_{GDP\,t} + \lambda_3 \, I_{R\,t} + \lambda_4 \, \Delta_{MSt} + \varepsilon_{5\,it}$

حيث أن :

$(E/P)_{it}$: نسبة الربح إلى السعر للشركة i وللسنة المالية t .

I_{NFt} : معدل التضخم السنوي، يتم احتسابه من خلال التغير في الرقم القياسي العـام لأسـعار المستهلك .

$\Delta_{GDP\,t}$: معدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي السنوي بسعر السوق الجاري.

I_{Rt} : معدل الفائدة السنوي على الودائع لأجل لدى البنوك التجارية.

Δ_{MSt}: معدل التغير في عرض النقد السنوي(M2).

$a_0, b_0, c_0\ d_0, \lambda_0$: ثوابت النموذج

$a_1, b_1, c_1, d_1, \lambda_1, \lambda_2, \lambda_3, \lambda_4$: معاملات الانحدار .

$\varepsilon_1, \varepsilon_2, \varepsilon_3, \varepsilon_4, \varepsilon_5$: الخطأ التقديري لنماذج الانحدار.

الأساليب الإحصائية المستخدمة في الدراسة

لقد تم استخدام أساليب الإحصاء التحليلي والذي يتناسب مع أهداف الدراسة، وذلك من اجل اختبار الفرضيات ووصف العلاقة بين المتغيرات المستقلة من جهة والمتغير التـابع مـن جهـة أخرى، ومن أهم هذه الأساليب الإحصائية المستخدمة في الدراسة الآتي:

١. الإحصاءات الوصفية: حيث تم استخدام مقاييس النزعة المركزية المتمثلة بالوسط الحسابي، والوسيط، والانحراف المعياري، والتباين، وأعلى وأقل قيمـة، والمـدى، والتبـاين، والالتـواء، والتفرطح، والمئين1، و المئين 99. وذلك لتحديد معالم ووصف متغيرات الدراسة.

٢. معامل ارتباط بيرسون: وذلك للتعرف على معامل الارتباط بين متغيرات الدراسة

٣. الانحدار البسيط

٤. الانحدار متعدد المتغيرات

٥. اختبار (T-Value): ويستخدم للحكم على مستوى الدلالة والمعنوية للعلاقة بـين المتغيـر المستقل والمتغير التابع.

٦. اختبار (F-Test): ويستخدم للدلالة على قيمة التغير في القوة التفسيرية للنموذج (R) بكـل متغير من المتغيرات المستقلة، وللحكم على معنوية نموذج الانحدار.

٧. معامل التحديد (R^2): ويستخدم لمعرفة القوة التفسيرية لكـل مـن المتغيـر المـستقل أو المتغيرات المستقلة أي القوة التفسيرية لنماذج الانحدار المستخدمة (البسيطة والمتعددة المتغيرات) وذلك بتحديد اثر كل متغير مستقل في المتغير التابع. حيث يتم مقارنة القدرة التفسيرية للمتغيرات المستقلة في التنبؤ بالمتغير التابع لكل نموذج، فكلما زادت قيمة معامل التحديـد دل علـى تزايـد القدرة التفسيرية لنموذج الانحدار.

٨. اختبار معامل تضخم التباين(VIF): ويستخدم للكشف عن مشكلة الارتباط المتداخل بـين المتغيرات (Multicollinearity) التفسيرية (المستقلة) ويفسر (VIF) على انـه نـسبة التبـاين الفعلي إلى التباين في حالة عدم وجود ارتباط عالي، بمعنى آخر يظهر (VIF) كيف أن الارتبـاط العالي زاد من عدم استقرار المعاملات المقدرة.

الفصل الرابع: التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات

- تمهيد
- تحليل واختبار فرضيات الدراسة باستعمال العينة الكلية
- الإحصاء الوصفي والخصائص الإحصائية لعينة الدراسة الكلية
- اختبار فرضيات الدراسة على عينة الدراسة الكلية
- اختبار فرضيات الدراسة على قطاعي الصناعة والخدمات بشكل مستقل

التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات

تمهيد

سيتم في هذا الفصل عرض النتائج التي تم التوصل إليها من خلال الاختبارات الإحصائية التي تم القيام بها، حيث سيشمل الجزء الأول من هذا الفصل عرضاً للمقاييس الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة، ويعرض الجزء الثاني اختبار فرضيات الدراسة في ضوء نتائج تحليل الارتباط والانحدار ولمناقشة نتائج اختبار الفرضيات.

أولاً: تحليل واختبار فرضيات الدراسة باستعمال العينة الكلية

أ. الإحصاء الوصفي والخصائص الإحصائية لعينة الدراسة الكلية

يعرض هذا الجزء مقاييس إحصائية لمتغيرات عينة الدراسة قبل وبعد استبعاد المشاهدات المتطرفة وقد تضمنت المقاييس الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة كلاً من عدد المشاهدات وأعلى وأدنى مشاهدة، والوسط الحسابي، والوسيط، والانحراف المعياري، والمدى، والتباين، والالتواء، والتفرطح، والمئين 1 والمئين 99.

يعرض الجدول رقم (3) المقاييس الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة وذلك قبل استبعاد المشاهدات المتطرفة والبالغ عددها 660 مشاهدة، ويلاحظ من الجدول وجود مشاهدات متطرفة ويمكن ملاحظة ذلك من خلال مقارنة المتوسط الحسابي لنسبة (E/P) مع الانحراف المعياري لهذه النسبة حيث بلغ المتوسط الحسابي لهذه النسبة (0.0199) و بانحراف معياري مقدراه (0.14593) وهو يعكس مدى تشتت البيانات عن وسطها الحسابي. وهذا التشتت المرتفع سببه وجود بعض القيم المتطرفة، ويمكن أيضاً ملاحظة وجود القيم المتطرفة من خلال مقارنة أدنى مشاهدة مع أعلى مشاهدة حيث كانت أدنى مشاهدة للمتغير التابع (E/P) (-2.110) وأعلى مشاهدة بلغت (0.3600) وهو يعكس مدى واسع (الفرق بين أعلى قيمة وأدنى قيمة) بلغ (2.47). كذلك يمكن ملاحظة وجود هذه القيم المتطرفة أيضا من خلال مقارنة النسبة المئينية 1 مع أدنى مشاهدة، و النسبة المئينية 99 مع أعلى مشاهدة. إن وجود هذه القيم المتطرفة يؤثرعلى جميع قيم المعاملات في نموذج الانحدار وبالتالي التأثير على نتيجة الانحدار (كما سيتم ملاحظة ذلك لاحقاً في مصفوفة

الارتباط)، ولتجنب تأثير تلك المشاهدات المتطرفة على نتائج الدراسة فقد تم التخلص مـن تلـك المشاهدات المتطرفة وغير المتفقة مع بقية المشاهدات والتي لا يتوقع تكرارها في المستقبل والتي من شأنها أن تؤثر على نتائج الاختبـار.

جدول رقم (3)[1]

جدول التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة للعينة الكلية قبل استبعاد المشاهدات المتطرفـة خلال الفترة (1998-2007)

اسم المتغير	عدد المشاهدات (2)	أدنى مشاهدة Min.	النسبة المئينية1	الوسط الحسابي Mean	الوسيط Median	الانحراف المعياري Std.Deviation	أعلى مشاهدة Max	النسبة المئينية 99	المدى Range	التباين Variance
نسبة الربح إلى السعر (E/P)	641	-2.1100	-0.4211	0.0199	0.0447	0.14593	0.3600	0.2514	2.4700	0.0210
معدل (INF) التضخم	660	0.0060	0.0060	0.0281	0.0249	0.01756	0.0600	0.0626	0.0600	0.0000
معدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي (GDP)	660	0.0300	0.0300	0.0868	0.0798	0.04145	0.1800	0.1750	0.1500	0.0020
معدل الفائدة السنوي (IR)	660	0.0249	0.0249	0.0514	0.0516	0.01915	0.0833	0.0833	0.0584	0.0000
معدل التغير في عرض النقد (MS)	660	0.0600	0.0580	0.1088	0.1115	0.03176	0.1700	0.1696	0.1100	0.0010
Valid N (Listwise)	641									

1. يعرض الجدول أعلاه المقاييس الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة، وذلك قبل استبعاد المشاهدات المتطرفـة. وقـد بلـغ عـدد المشاهدات (660)مشاهدة، وبلغ عدد الشركات الداخلة في عينة الدراسة 66 شركة صناعية وخدمية خلال الفترة (1998-2007) .
2. سبب اختلاف عدد المشاهدات الداخلة في التحليل (660) مشاهدة والمشاهدات الصالحة للتحليل (641) مشاهدة هو وجود قيم مفقـودة (Missing) للمتغير التابع نسبة (E/P) عددها(19) مشاهدة مفقودة خلال فترة الدراسة ويعود ذلك لعدم توفر بيانات سعر السهم لبعض الشركات في سنوات معينة لاحتساب نسبة (E/P).

يبين الجدول رقم (4) المقاييس الإحصائية الوصفية لمتغيـرات الدراسـة بعـد اسـتبعاد المشاهدات المتطرفة ويمكن ملاحظة جدوى عمليـة حذف المشاهدات المتطرفة من خلال مقارنة الانحراف المعياري للمتغير التابع نسبة (E/P) بعد استبعاد المشاهدات المتطرفـة وقبلهـا حيـث انخفض الانحراف المعياري لنسبة (E/P) من (0.14593) إلى (0.0495)، وهو انحـراف قليل جدا مقارنة بالانحراف المعياري قبل حذف المشاهـدات، كذلك انخفض المـدى (الفرق بين أعلى قيمة وأدنى قيمة) إلى (0.2500) وهو قليل جدا مقارنة مع المدى السـابق (2.47) قبل استبعـاد المشاهدات المتطرفة وهذا دليل على انخفاض تبايـن البيـانات حيث بلـغ التبـاين (0.0020)، كذلك الأمر عند مقارنة النسبة المئينية 1 مع أدنى مشاهدة والنسبة المئينية 99 مع أعلى مـشاهدة

حيث بلغت النسبة المئينية 1 للمتغير التابع (E/P) (-0.069) وهي قريبة جـدا من أدنى مشـاهدة (-0.0800)، أما النسبة المئينية 99 فقد بلغت (0.1669) وهي أيضا قريبة جدا من أعلى مشاهدة (0.1800).

أما فيما يتعلق بالمتغيرات المستقلة فإن المقاييس الإحصائية لهذه المتغيرات لم تتغير كثيـراً قبـل وبعد استبعاد المشاهدات المتطرفة وذلك بسبب عدم وجود قيم متطرفـة ذات أهميـة فـي هـذه المتغيرات.

كما وتجدر الملاحظة أن متوسط متغير(E/P) قريب من وسيطه بعد الحذف الأمر الذي يشير إلى اقتراب هذا المتغير من التوزيع الطبيعي وهو أمر جوهري عند تنفيذ نماذج الانحدار حيـث بلـغ الوسط الحسابي للمتغير التابع (E/P) (0.0507) وهو قريـب جـداً مـن وسـيطه الـذي بلـغ (0.0523).

جدول رقم (4) [1]

جدول التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة للعينة الكلية بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة خلال الفترة (1998-2007)

اسم المتغير	عدد المشاهدات [2]	أدنى مشاهدة Min.	النسبة المئينية1	الوسط الحسابي Mean	الوسيط Median	الانحراف المعياري Std.Deviation	أعلى مشاهدة Max	النسبة المئينية 99	المدى Range	التباين Variance
نسبة الربح إلى السعر (E/P)	543	-0.0800	-0.0691	0.0507	0.0523	0.0495	0.1800	0.1669	0.2500	0.0020
معدل التضخم (INF)	562	0.0100	0.0060	0.0290	0.0265	0.0175	0.0600	0.0626	0.0600	0.0000
معدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي (GDP)	562	0.0300	0.0300	0.0891	0.0920	0.0413	0.1800	0.1750	0.1500	0.0020
معدل الفائدة السنوي (IR)	562	0.0249	0.0249	0.0505	0.0513	0.01918	0.0833	0.0833	0.0584	0.0000
معدل التغير في عرض النقد (MS)	562	0.0600	0.0580	0.1101	0.1168	0.0320	0.1700	0.1696	0.1100	0.0010
Valid N (Listwise)	543									

1. يعرض الجدول أعلاه المقاييس الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة، وذلك بعد استبعاد المشاهدات المتطرفـة، حيـث تـم حـذف المشاهدات المتطرفة باستخدام الأمر الإحصائي Poxplot في برنامج SPSS حيث بلغ عدد المشاهدات المتطرفة 98 مشاهدة من أصل(660) مشاهدة أي أن عدد المشاهدات بعد حذف القيم المتطرفة بلغ (562) مشاهدة، وبلغ عدد الشركات الداخلة في عينة الدراسـة 66 شركة صناعية وخدمية خلال الفترة (1998-2007).
2. سبب اختلاف عدد المشاهدات الداخلة في التحليل (526) مشاهدة والمشاهدات الصالحة للتحليل (543) مشاهدة هو وجود قيم مفقـودة (Missing) للمتغير التابع نسبة (E/P) بلغ عددها(19) مشاهدة مفقودة خلال فترة الدراسة ويعود ذلك لعدم توفر بيانات سـعر الـسهم لبعض الشركات في سنوات معينة لاحتساب نسبة (E/P).

أما الاستنتاجات التي يمكن الخروج بها من المقاييس الوصفية لمتغيرات الدراسة أن معدل (متوسط) نسبة الربح إلى السعر للشركات الصناعية والخدمية الأردنية المساهمة بلغ (5%)، وهي تشير لمعدل العائد على الاستثمار في أسهم هذه الشركات وهـي نـسبة جيـدة أي أن الـشركات المساهمة الصناعية والخدمية الأردنية تحقق عائدا جيدا مقارنة مع الاستثمار فـي أصـول ماليـة أخرى مثل السندات واذونات الخزينة، كذلك يلاحظ أن معدل نسبة (E/P) في الأردن هو مقـارب جداً لمعدل هذه النسبة في دراسة (Kusuma, 2005) حيث توصل Kusuma إلى أن معدل نسبة الربـح إلى السعر(E/P) للشركـات الأميركيـة هو (5.7%) و للـشركات اليابانيـة (4.8%)، خلال الفتـرة (1991-1995)، كـذلك هذا المتوسط قريب جداً لمعـدل هــذه النـسبـة فـي دراسـة (Jain, 2006) حيث كان معدل هذه النسبة للشركات الأمريكية (5.6%) خـلال الفتـرة (1983-2003).

وتجدر الملاحظة أن متوسط نسبة (E/P) للشركات المساهمة الصناعية والخدمية الأردنية والبـالغ (5%) تكافئ وتعادل 20 لمعكوس النسبة (P/E)، أي أن الشركات المساهمة الصناعية والخدميـة الأردنية يُتجر بأسهمها عند مضاعف سعر (20) مرة.

أما بالنسبة للمتغيرات المستقلة فإن متوسط التغير في الرقم القياسي العام لأسعار المستهلك (معدل التضخم)، في الأردن خلال فترة الدراسة بلغ (2.9%) وهو مستوى غير مرتفـع مقارنـة بالدول الأخرى ولا يعكس حالة تضخم بالمفهوم الحقيقي، أما بالنسبة لمتوسط التغير فـي النـاتج المحلي الإجمالي فقد بلغ حوالي (8.9%)، فيما بلغ متوسط معدل الفائدة السنوي على الودائع لأجل (5%)، أما متوسط التغير في عرض النقد فقد بلغ (11%).

وتجدر الملاحظة هنا أن معدل الفائدة السنوي على الودائع لأجل لـدى البنـوك التجاريـة(5%) مساوي لمتوسط نسبة الربح إلى السعر (E/P)، أي أن الاستثمار في أسهم الـشركات الـصناعية والخدمية يغل عائد سنوي يكافئ معدل الفائدة السنوي على الودائع لأجل لدى البنوك التجارية.

ب. اختبار فرضيات الدراسة لعينة الدراسة الكلية

تبحث فرضيات الدراسة فيما إذا كانت توجد علاقة بين المتغير التابع (نسبة الـربح إلـى الـسعر E/P) والمتغيرات المستقلة المتمثلة بمتغيرات الاقتصاد الكلي التالية: معدل التضخم، ومعدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل الفائدة ومعدل التغير في عرض النقد، وسيتم اختبار فرضيات الدراسة من خلال إيجاد معاملات الارتباط بين هذه المتغيرات أولاً ومن ثم سيتم استخدام نمـاذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد.

١. نتائج تحليل الارتباط

بما أن هذه الدراسة تعنى بالبحث فيما إذا كانت هناك علاقة بين نسبة الربح إلـى الـسعر (E/P) ومتغيرات الاقتصاد الكلي فإن أول خطوة يجب القيام بها هي التحقق من وجود هذه العلاقة وذلك من خلال تنفيذ تحليل الارتباط، وبالتالي فإنه تم تنفيذ اختبار بيرسون للارتباط والذي يعطينا فكرة عن اتجاه العلاقة ويقيس قوة هذه العلاقة.

و لبيان تأثير المشاهدات المتطرفة على نتائج تحليل الارتباط فقد تم إيجاد معاملات ارتباط بيرسون بين متغيرات الدراسة قبل وبعد استبعاد المشاهدات المتطرفة، حيث يعـرض الجـدول رقـم (5) مصفوفة معاملات الارتباط قبل استبعاد المشاهدات المتطرفة في حين يعرض الجـدول رقـم (6) مصفوفة معاملات الارتباط بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة.

جدول رقم (5)

جدول مصفوفة معاملات ارتباط بيرسون(Person Correlation) بين متغيرات الدراسة للعينة الكلية قبل استبعاد المشاهدات المتطرفة خلال فترة الدراسة (1998-2007)

اسم المتغير	نسبة الربح إلى السعر (E/P)	معدل التضخم (INF)	معدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي (GDP)	معدل الفائدة السنوي (IR)	معدل التغير في عرض النقد (MS)
نسبة الربح إلى السعر (E/P)	1	0.020	0.034	-0.071	0.062
معدل التضخم (INF)		1	0.922**	-0.168**	0.378**
معدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي (GDP)			1	-0.303**	0.420**
معدل الفائدة السنوي (IR)				1	-0.305**
معدل التغير في عرض النقد (MS)					1

** معامل الارتباط ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.01.

جدول رقم (6)

جدول مصفوفة معاملات ارتباط بيرسون(Person Correlation) بين متغيرات الدراسة للعينة الكلية بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة خلال فترة الدراسة (1998-2007)

اسم المتغير	نسبة الربح إلى السعر (E/P)	معدل التضخم (INF)	معدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي (GDP)	معدل الفائدة السنوي (IR)	معدل التغير في عرض النقد (MS)
نسبة الربح إلى السعر (E/P)	1	-0.138**	-0.147**	0.101*	-0.124**
معدل التضخم (INF)		1	0.916**	-0.137**	0.381**
معدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي (GDP)			1	-0.282**	0.428**
معدل الفائدة السنوي (IR)				1	-0.322**
معدل التغير في عرض النقد (MS)					1

** معامل الارتباط ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.01.

* معامل الارتباط ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.05.

يبين الجدول رقم (5) مصفوفة معاملات ارتباط بيرسون بين متغيرات الدراسة قبل استبعاد المشاهدات المتطرفة، ويلاحظ من الجدول أن الارتباطات بين متغيرات الاقتصاد الكلي ونسبة الربح إلى السعر(E/P) ضعيفة جداً أو معدومة، حيث أن هذه الارتباطات قريبة من الصفر إضافة إلى أن هذه الارتباطات ليست ذات دلالة إحصائية عند أي مستوى معنوية، أما بالنسبة للارتباطات بين المتغيرات المستقلة فهناك ارتباطات قوية بين هذه المتغيرات. إن سبب ضعف معاملات الارتباط بين نسبة (E/P) و متغيرات الاقتصاد الكلي يعود بشكل رئيسي إلى تأثير المشاهدات المتطرفة على هذه العلاقة وعلى نتائج الانحدار عند تنفيذ نماذج الانحدار وبالتالي لابد من إجراء تحليل الارتباط وتنفيذ نماذج الانحدار بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة وحسب ما يوضحه جدول رقم (6).

يعرض جدول رقم (6) معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة، وباستعراض الجدول نجد أن جميع معاملات الارتباط بين نسبة (E/P) ومتغيرات الاقتصاد الكلي أظهرت تحسناً وارتباطات أقوى مقارنة مع الارتباطات قبل حذف المشاهدات المتطرفة المعروضة في جدول رقم (5) وهي ذات دلالة إحصائية، ومن دراسة الجدول نجد الآتي:



- وجود ارتباط سلبي بين نسبة الربح إلى السعر (E/P) وكل من معدل التضخم، ومعدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل التغير في عرض النقد، ذا دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 1%، وتعكس إشارة الارتباط السالبة طبيعة العلاقة السالبة بين نسبة (E/P) والمتغيرات الثلاثة المذكورة، أي أن نسبة (E/P) ترتبط مع هذه المتغيرات الثلاثة باتجاه عكسي يفيد بأن زيادة أحدهما يرافقه نقصان في الآخر.
- وجود ارتباط موجب بين نسبة (E/P) ومعدل سعر الفائدة ذا دلالة إحصائية عند مستوى معنوية(5%) وتعكس إشارة معامل الارتباط طبيعة العلاقة الموجبة بين نسبة (E/P) ومعدل الفائدة، أي أن نسبة (E/P) ترتبط مع معدل الفائدة باتجاه طردي يفيد بأن زيادة أحدهما يرافقه زيادة في الآخر.
- أن الارتباط بين نسبة (E/P) ومعدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي هو الأعلى مقارنة مع بقية المتغيرات حيث بلغ معامل الارتباط بين المتغيرين (-14.7%)، تلاه الارتباط مع معدل التضخم والذي بلغ (-13.8%)، ثم الارتباط مع التغير في عرض النقد والذي بلغ -) (12.4%، ثم الارتباط مع معدل سعر الفائدة والذي بلغ (10%).

أما بالنسبة لمعاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة فيبين الجدول أن هناك ارتباطات قوية بين المتغيرات المستقلة حيث كان أقوى هذه الارتباطات بين معدل التضخم ومعدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي حيث بلغ معامل الارتباط بينهما (91.6%). ومع أن هذه الارتباطات بين المتغيرات المستقلة لا تمثل ارتباطاً متداخلاً باستثناء الارتباط العالي والقوي الذي ظهر بين معدل التضخم ومعدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي إلا انه سيتم إجراء اختبار لحالة الارتباط المتداخل(Multicollinearity) للتأكد من أن نتائج الانحدار المتعدد لهذه المتغيرات غير متأثرة بهذه الارتباطات، علماً انه توجد عدة مقاييس للكشف عن مشكلة (Multicollinearity) بين المتغيرات المستقلة في نماذج الانحدار متعدد المتغيرات منها مقياس معامل تضخم التباين (VIF) Variance inflation index. وسوف يتم استخدام هذا الاختبار عند تنفيذ نموذج الانحدار متعدد المتغيرات وكما سيتم توضيحه لاحقاً.

٢. نتائج تحليل نماذج الانحدار

بعد تنفيذ تحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة سيتم استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط لاختبار فرضيات الدراسة الأولى والثانية والثالثة والرابعة ونموذج الانحدار الخطي متعدد المتغيرات لاختبار فرضية الدراسة الخامسة، وسيكون معامل التحديد (R^2) وقيمة t الإحصائية وقيمة F ومستوى دلالتهما أهم الأدوات في اتخاذ القرار حول قبول أو رفض فرضيات الدراسة.

وفيما يلي عرض لنتائج اختبار الفرضيات.

أ. تنفيذ نماذج الانحدار الخطي البسيط

تم تطبيق نماذج الانحدار الخطي البسيط على العينة الكلية الخاصة بإختبار العلاقة بين نسبة الربح إلى السعر لكل متغير من متغيرات الاقتصاد الكلي على حدة. وتظهر نتائج تنفيذ هذه النماذج في الجدول رقم (7).

جدول رقم (7)[1]

جدول نتائج تنفيذ نماذج الانحدار الخطي البسيط الخاصة باختبار العلاقة بين نسبة الربح إلى السعر ومتغيرات الاقتصاد الكلي منفردة كلاً على حدة للعينة الكلية

Sig- F	F-Test	Adj. R^2	R^2	Sig.t	t-value	المعامل	Constant	النموذج	المتغير المستقل	رقم النموذج
0.001	10.443	0.017	0.019	0.001	-3.232	-0.389	0.062	$(E/P)_{it} = a_{0it} + a_1 I_{NF\,t} + \varepsilon 1_{it}$	INF	1
0.001	11.902	0.020	0.022	0.001	-3.450	-0.176	0.066	$(E/P)_{it} = b_{0it} + b_1 \Delta_{GDP\,t} + \varepsilon 2_{it}$	ΔGDP	2
0.019	5.545	0.008	0.010	0.019	2.355	0.267	0.037	$(E/P)_{it} = c_{0it} + c_1 I_{R_t} + \varepsilon 3_{it}$	IR	3
0.004	8.490	0.014	0.015	0.004	-2.914	-0.191	0.072	$(E/P)_{it} = d_{0it} + d_1 \Delta_{MS_t} + \varepsilon 4_{it}$	ΔMS	4

1- يعرض الجدول نتائج تنفيذ نماذج الانحدار البسيط الأربعة على عينة الدراسة الكلية المكونة من (66) شركة صناعية وخدمية خلال فترة الدراسة (1998-2007).

- يمثل العمود الثالث نماذج الدراسة، ويمثل العمود الرابع قيم المعامل الثابت (constant)، بينما يُظهر العمود الخامس قيم معاملات نماذج الانحدار، أما العمودين السادس والسابع فيظهران قيمة معامل الاختبار (t) ومستوى دلالته، ويظهر العمود الثامن القوة التفسيرية للنماذج، في حين يظهر العمود التاسع القوة التفسيرية المعدلة للنماذج، أما العمودين العاشر والحادي عشر فيشيران إلى قيمة التغير ومستوى الدلالة في القوة التفسيرية لنماذج الانحدار.

- تعريف المتغيرات

(E/P) : وهي تمثل المتغير التابع وهي تمثل نسبة ربحية السهم المحقق (EPS) للسنة المالية T والمنتهية في 31/12 إلى السعر السوقي للسهم في أواخر شهر نيسان للسنة المالية T.

INF : معدل التضخم، وهو يمثل التغير النسبي في الرقم القياسي لأسعار المستهلك

ΔGDP: وهو يمثل معدل التغير النسبي في الناتج المحلي الإجمالي السنوي بأسعار السوق الجارية.

IR: وهو يمثل سعر الفائدة السنوي على الودائع لأجل لدى البنوك التجارية الأردنية.

ΔMS: وهو يمثل معدل التغير النسبي في عرض النقد (M2) السنوي.

أولاً: العلاقة بين نسبة الربح إلى السعر ومعدل التضخم

وفيما يلي اختبار الفرضية الأولى:

الفرضية العدمية الأولى: والتي تنص على انه:

(لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل التضخم ونسبة الـربح إلـى الـسعر (E/P))
ولاختبار هذه الفرضية تم استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط التالي:

$$1\text{-}(\mathbf{E/P})_{it} = a_{0it} + a_1\, \mathbf{I}_{NF\,t} + \varepsilon_{1\,it}$$

تشير نتائج الانحدار الواردة في الجدول رقم (7) إن قيمة معامل نموذج الانحدار معامل معدل التضخم سالبة وهي ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية يقل عن (1%) وكما هو واضـح من قيمة t ومستوى دلالتها، وقد بلغت القوة التفسيرية للنموذج (R^2) (1.9%) عنـد مـستوى دلالة 1% كما يتضح من قيمة F ومستوى دلالتها أي أن معدل التـضخم يفـسر مـا نـسبته (1.9%) من التغيرات في نسبة (E/P)، كما يلاحظ أن إشارة المعامل سـالبة أي أن العلاقـة بين المتغيرين عكسية أي أن زيادة وحدة واحدة في معدل التضخم يرافقها نقصان فـي نـسبة (E/P) بمقدار (-0.389).

وهذا يعني وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين، وبالتالي نرفض الفرضـية العدمية ونقبل الفرضية البديلة، أي انه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معـدل التـضخم ونسبة الربح إلى السعر (E/P).

ولكن يلاحظ أن القوة التفسيرية للنموذج متدنية أي أن قدرة معـدل التـضخم علـى تفـسير التغيرات التي تحدث في نسبة (E/P) محدودة.

ثانياً: العلاقة بين نسبة الربح إلى السعر ومعدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي

وفيما يلي اختبار الفرضية الثانية:

الفرضية العدمية الثانية: والتي تنص على انه:

(لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي ونسبة الربح إلى السعر(E/P))

ولاختبار هذه الفرضية تم استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط التالي:

$$2\text{-}\ (\mathbf{E/P})_{it} = b_{0it} + b_1\, \Delta_{GDP\,t} + \varepsilon_{2\,it}$$

يتضح من نتائج الانحدار الواردة في الجدول رقم (7) أن قيمة معامل نموذج الانحدار معامل التغير في الناتج المحلي(GDP) سالبة وهي ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية يقل عن 1% وكما هو واضح من قيمة t ومستوى دلالتها، كذلك يتضح من الجدول أن القوة التفسيرية للنموذج بلغت (2.2%) وهي ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 1% وكما هو واضح من قيمة F ومستوى دلالتها، وهذا يعني أن معدل التغير في (GDP) فسر ما نسبته (2.2%) من التغيرات في نسبة (E/P)، أما اتجاه العلاقة بين المتغيرين فتتضح من خلال إشارة معامل المتغير حيث يلاحظ أن إشارة المعامل سالبة مما يدل على أن العلاقة بين المتغيرين عكسية أي أن ارتفاع وزيادة معدل (GDP) بنسبة 1% يؤدي إلى انخفاض في نسبة (E/P) بنسبة (0.176-)، وهذا يعني وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين، وبالتالي نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة، أي انه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي ونسبة الربح إلى السعر (E/P) . وبالرغم من وجود هذه العلاقة إلا أن قدرة معدل التغير في (GDP) على تفسير التغيرات في نسبة (E/P) محدودة.

ثالثاً: العلاقة بين نسبة الربح إلى السعر ومعدل الفائدة

وفيما يلي اختبار الفرضية الثالثة:

الفرضية العدمية الثالثة: والتي تنص على انه:

(لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل الفائدة ونسبة الربح إلى السعر (E/P))

ولاختبار هذه الفرضية تم استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط التالي:

$$3.\ \mathbf{(E/P)_{it} = c_{0it} + c_1 I_{R_t}} + \varepsilon_{3\,it}$$

تشير نتائج الانحدار الواردة في الجدول رقم (7)، أن قيمة معامل نموذج الانحدار معدل الفائدة السنوي (IR) موجبة وهي ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (5%) وكما هو ظاهر من قيمة (t) ومستوى دلالتها، أما القوة التفسيرية للنموذج فقد بلغت (1%) عند مستوى معنوية (5%) وكما هو واضح من قيمة F ومستوى دلالتها، وهذا يعني أن معدل الفائدة السنوي فسر ما نسبته (1%) من التغيرات في نسبة (E/P)، أما إشارة معامل المتغير الموجبة فتدل على علاقة طردية

بين المتغيرين، أي أن ارتفاع وزيادة معدل الفائدة السنوي بنسبة (1%) يؤدي إلى زيادة في نسبة (E/P) بنسبة (0.267)، وهذا يعني وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين، وبالتالي نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة، أي انه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل الفائدة السنوي ونسبة الربح إلى السعر (E/P) وبالرغم من وجود هذه العلاقة إلا انه يلاحظ تدني القدرة التفسيرية للنموذج أي أن قدرة معدل الفائدة السنوي على تفسير التغيرات في نسبة (E/P) محدودة أيضاً.

رابعاً: العلاقة بين نسبة الربح إلى السعر ومعدل التغير في عرض النقد

وفيما يلي اختبار الفرضية الرابعة:

الفرضية العدمية الرابعة، والتي تنص على انه:
(لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل التغير في عرض النقد ونسبة الربح إلى السعر ((E/P)
ولاختبار هذه الفرضية تم استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط التالي:

$$4.\ (E/P)_{it} = d_{0it} + d_1\ \Delta MS_t + \varepsilon_{4\ it}$$

تُظهر نتائج الانحدار الواردة في الجدول رقم (7)، أن قيمة معامل نموذج الانحدار معدل التغير في العرض النقدي سالبة وهي ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 1% وكما هو واضح من قيمة (t) ومستوى دلالتها، في حين بلغت القوة التفسيرية للنموذج (1.5%) أي أن معدل التغير في عرض النقد فسر ما نسبته (1.5%) من التغيرات في نسبة (E/P)، أما إشارة المعامل السالبة فتدل على علاقة عكسية بين المتغيرين، بمعنى أن زيادة وحدة واحدة في معدل العرض النقدي تؤدي إلى انخفاض في نسبة (E/P) بمقدار (-0.191)، مما يدل على وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين، وبالتالي نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة، أي انه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل التغير في عرض النقد ونسبة الربح إلى السعر (E/P). ولكن وبالرغم من وجود هذه العلاقة إلا أن قدرة هذا المتغير على تفسير التغيرات في نسبة (E/P) هي أيضاً محدودة.

ب. تنفيذ نموذج الانحدار الخطي متعدد المتغيرات على العينة الكلية

الفرضية الخامسة، والتي تنص على انه:

(لا يعتبر معدل التضخم هو المتغير الأهم من حيث قدرته على تفسير التغيرات في نسبة الربح إلى السعر (E/P) من بين المتغيرات الاقتصادية الأخرى).

لبيان القدرة التفسيرية لمعدل التضخم مقارنة بالعوامل الاقتصادية الأخرى الداخلة في الدراسة فقد تم استخدام نموذج الانحدار الخطي متعدد المتغيرات، بحيث يتم فيه إدخال كافة المتغيرات المستقلة المنوي اختبارها مجتمعة في نموذج الانحدار الخطي لقياس اثر هذه المتغيرات المستقلة مجتمعـة على المتغير التابع وبيان أي المتغيرات له قدرة تفسيرية اكبر من غيره. ويتم الاعتماد في نمـاذج الانحدار المتعدد على قيمة ($Adj.R^2$) لمعرفة القدرة التفسيرية للمتغيرات المستقلة مجتمعـة فـي تفسير التباين في المتغير التابع، وستكون قيمة (F) ومستوى دلالتها (Sig.F) الأداة التي يتم بهـا الحكم على معنوية نموذج الانحدار، كذلك يتم الاعتماد على قيمة المعامل لكل متغير مستقل فـي النموذج لمعرفة مقدار الأثر الذي يحدثه كل متغير مستقل في المتغير التابع وذلك من خلال قيمة t ومستوى دلالتها المقابلة لكل متغير مستقل في نموذج الانحدار المتعدد.

ولاختبار هذه الفرضية تم توظيف نموذج الانحدار التالي:

$$5.\ (E/P)_{it} = \lambda_{0it} + \lambda_1 I_{NFt} + \lambda_2 \Delta_{GDP\,t} + \lambda_3 I_{R\,t} + \lambda_4 \Delta_{MSt} + \varepsilon_{5\,it}$$

وسيتم اختبار هذه الفرضية باستخدام نموذج الانحدار المتعدد مرة بطريقة Enter ومرة بطريقـة Stepwise في البرنامج الإحصائي SPSS.

١. تنفيذ نموذج الانحدار المتعدد بطريقة (Enter)

وتقوم هذه الطريقة على إدخال كافة المتغيرات المستقلة في نموذج الانحدار ودون أن تأخذ بنظر الاعتبار التفاعلات والتأثيرات المشتركة بين المتغيرات المـستقلة، أي يـتم إدخـال جميـع المتغيرات المستقلة إلى معادلة الانحدار في خطوة واحدة دون فحص أي المتغيرات المستقلة لهـا أثر ذو دلالة على المتغير التابع.

ويبين الجدول رقم (8) نتائج تنفيذ هذا النموذج.

تشير نتائج الانحدار المتعددة الواردة في جدول (8) إلى أن قدرة المتغيرات الاقتـصادية الكليـة المستقلة مجتمعة على تفسير التباينات في نسبة (E/P) هي متدنية حيث بلغـت قيمـة ($Adj.R^2$) للنموذج (2.2%) وهو ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل من 1% كما هو ظاهر من قيمة (F) ومستوى دلالتها، أي أن المتغيرات الاقتصادية مجتمعة تفسر ما نسبته (2.2%) من التغيرات في نسبة (E/P).

أما قيم معاملات المتغيرات المستقلة فتُظهر علاقات سلبية وايجابيـة بـين المتغيـرات المـستقلة والمتغير التابع، حيث تُظهر كل من معاملات متغير معدل التضخم ومتغير الناتج المحلي الإجمالي ومتغير العرض النقدي علاقة سلبية مع نسبة الربح إلى السعر(E/P)، بينما معامل متغيـر معـدل الفائدة فيُظهر علاقة موجبة مع نسبة الربح إلى السعر (E/P)، ولكن يلاحظ أن جميـع معـاملات المتغيرات المستقلة غير دالة إحصائيا عند أي مستوى معنوية وكما هو واضـح مـن قيمـة (t) المتدنية ومستوى دلالتها.

جدول رقم (8)

جدول نتائج تنفيذ نموذج الانحدار الخطي متعدد المتغيرات بطريقة Enter والخاص باختبار العلاقة بين نسبة الربح إلى السعر ومتغيرات الاقتصاد الكلي مجتمعة

$$(E/P)_{it} = \lambda_{0it} + \lambda_1 I_{NFt} + \lambda_2 \Delta_{GDP\ t} + \lambda_3 I_{R\ t} + \lambda_4 \Delta_{MSt} + \varepsilon_{5\ it}$$

Sig.F	F-Test	$Adj.R^2$	R^2	المتغيرات المستقلة				
				Δ_{MS}	I_R	Δ_{GDP}	I_{NF}	
0.003	4.046	0.022	0.029	-0.089	0.170	-0.043	-0.211	المعامل
				-1.192	1.338	-0.312	-0.675	t-value
				0.234	0.181	0.755	0.500	Sig.t

إن نتائج الانحدار المتعدد لا تنسجم ولا تتوافق مع نتائج الانحدار البسيط فيما يخـص معـاملات المتغيرات المستقلة حيث أن هذه المتغيرات ذات دلالة إحصائية في نماذج الانحدار البسيط ولكنها ليست ذات دلالة في نموذج الانحدار المتعدد، ويعود السبب في ذلك إلى ضعف الارتباطات أصلا بين كل متغير من المتغيرات المستقلة والمتغير التابع حيث أن القدرة التفسيرية (R^2) لكل متغيـر على حدة في النماذج البسيطة لم تتجاوز (2.2%) لمتغير الناتج المحلي الإجمالي مما انعكس على

دلالة كل معامل من معاملات المتغيرات المستقلة في النموذج متعدد المتغيـرات وعلـى القـدرة التفسيرية للنموذج المتعدد ككل حيث بلغت هذه القوة التفسيرية للنموذج ككل (2.2%) وهي نـسبة متدنية ولم تظهر في زيادة واضحة عن النماذج البسيطة، إضافة إلى أن هذا الاخـتلاف بالنتـائج يعزى إلى مشكلة الارتباط المتداخل (Multicollineartiy) بين المتغيرات المستقلة على ما يبدو.

ولقياس أي المتغيرات له قدرة تفسيرية أكثر فيتم من خلاله مقارنة القدرة التفـسيرية (R^2) لكل نموذج من نماذج الانحدار البسيط مع بعضها، ومن خلال مقارنة قيمـة (R^2) لكـل نمـوذج حسب الجدول رقم (7)، نجد أن النموذج الثاني لمتغير الناتج المحلي الإجمالي هو النموذج الأكثر تفسيراً حيث بلغت القوة التفسيرية لهذا المتغير (2.2%) تلاه النموذج الأول لمتغير معدل التضخم حيث بلغت القدرة التفسيرية لهذا المتغير (1.9%) ، ثم النموذج الرابع لمتغير العرض النقدي حيث بلغت قيمة (R^2) لهذا النموذج (1.5%)، وأخيرا كان النموذج الثالث الخاص بمتغير معدل الفائـدة هو المتغيـر الأقل تفسيراً من بين المتغيـرات حيث بلغت قيمة (R^2) لهذا المتغير (1%).

٢. تنفيذ نموذج الانحدار المتعدد باستخدام طريقة الانحدار التدريجي (Stepwise)

ولاختبار النموذج الخامس قام الباحث بإجراء تحليل الانحدار باستخدام طريقة الانحدار التـدريجي والتي تقوم على أساس أخذ محك لقبول تأثير علاقات المتغيرات المستقلة بالتابع، وهـذا المحـك الإحصائي يعتمد على قيمة (F) ومستوى دلالتها بحيث أن المتغيرات التي لا تؤثر فـي المتغيـر التابع (بوجود اثر للمتغيرات المستقلة الأخرى) يتم حذفها وبذلك لا يتبقى من المتغيرات المـستقلة إلا المتغير الذي له علاقة وتأثير حقيقي (من ناحية إحصائية) في المتغير التابع حيـث أن هـذه المحكات غير متوفرة بطريقة (Enter)، إضافة إلى أن هذه الطريقـة تعـالج مـشكلة الارتبـاط المتداخل (Multicollineartiy) الموجودة بين بعض المتغيرات المستقلة.

وتعتبر هذه الطريقة هي الأفضل والأكثر استخداماً، حيث يتم فيها إدخال المتغيرات المستقلة إلـى معادلة الانحدار على خطوات بحيث يتم إدخال المتغير المستقل ذي الارتباط الأقوى مع المتغيـر التابع بشرط أن يكون هذا الارتباط ذا دلالة إحصائية، وفي الخطوة التالية يـتم إدخـال المتغيـر المستقل ذي الارتباط الجزئي الأعلى الدال إحصائيا مع المتغير التابع بعد استبعاد اثر المتغيـرات التي دخلت إلى المعادلة، ثم تفحص المتغيرات الموجودة في معادلة الانحدار فيما إذا مازالت تحقق

شروط البقاء في معادلة الانحدار (ذات دلالة إحصائية) أم لا، فإذا لم يحقق احدهما شرط البقاء في المعادلة فإنه يخرج من المعادلة، بحيث تنتهي عملية إدخال أو إخراج المتغيرات المستقلة عندما لا يبقى أي متغير يحقق شرط الدخول إلى المعادلة أو شرط البقاء فيها.

إن فائدة هذه الطريقة أنها تأخذ بنظر الاعتبار التفـاعلات والتـأثيرات المـشتركة بـين المتغيرات المستقلة وخاصة التي بينها ارتباط عالي بحيث أن التفاعل والتأثير المشترك بين هـذين المتغيرين يدخل مرة واحدة ويتم فحص الجزء المتبقي فيما إذا كان يحقق شرط الدخول المعادلـة (ذو دلالة إحصائية) أي أن الجزء المشترك الذي دخل المعادلة لا يدخـل مرة مـع متغير آخـر في المعادلة. بعبارة أخرى أن هذه الطريقة مفيدة في حالة الارتباطات العاليـة بـين المتغيـرات المستقلة (Multicollinearity) بحيث يتم التخلص من الارتباطات العالية وبالتالي معالجة هـذه المشكلة.

ويبين الجدول التالي نتائج تنفيذ الانحدار المتعدد بطريقة الانحدار التدريجي.

جدول رقم (9)

جدول نتائج تنفيذ نموذج الانحدار الخطي المتعدد بطريقة الانحدار التدريجي (Stepwise) والخاص باختبار العلاقة بين نسبة الربح إلى السعر ومتغيرات الاقتصاد الكلي مجتمعة

$$\mathbf{(E/P)_{it} = \lambda 0_{it} + \lambda_1 \, I_{NFt} + \lambda_2 \, \Delta_{GDP\,t} + \lambda_3 \, I_{R\,t} + \lambda_4 \, \Delta_{MSt} + \varepsilon_{5\,it}}$$

Panel A- Variables Entered المتغيرات الداخلة في النموذج

sig.F	F-test	Adj.R^2	R^2	sig.t	t-value	المعامل λ_2	constant	المتغير الدال
0.001	11.902	0.020	0.022	0.001	-3.450	-0.179	0.066	معدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي (GDP)

Panel B – Excluded Variables المتغيرات المحذوفة

sig.t	t-value	قيمة المعامل	المتغير المحذوف
0.836	-0.207	-0.022	معدل التضخم (INF)
0.131	1.513	0.067	معدل الفائدة (IR)
0.122	-1.550	-0.074	معدل التغير في العرض النقدي (MS)

يتضح من الجدول رقم (9) جزء (A) أن طريقة Stepwise أظهرت أن هناك متغيراً واحداً فقط ذو دلالة إحصائية وهو معدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي ثم قام بحذف المتغيرات الأخـرى غير الدالة إحصائيا، ويلاحظ هنا في هذه الطريقة انه عندما لا يكون هناك أكثر من متغير واحـد دال فإن نتائج الانحدار بهذه الطريقة تعطي نفس النتائج في حالة الانحدار البسيط لهـذا المتغيـر (GDP) بسبب عدم وجود متغيرات أخرى دالة، حيث يتبين أن القدرة التفسيرية للنموذج المكـون فقط من متغير الناتج المحلي الإجمالي هي نفس القدرة التفسيرية لهذا المتغير في حالـة الانحـدار البسيط المنفذ سابقاً (جدول 7) حيث بلغت القدرة التفسيرية ($Adj.R^2$) لهذا المتغير (2.0%) وهـو دال إحصائيا عند مستوى معنوية 1% كما هو ظاهر من قيمة (F) ومستوى دلالتها. ويجب أيضاً ملاحظة انه في حالات أخرى قد يظهر أكثر من متغير دال في النموذج المنفـذ حـسب طريقـة (Stepwise) وبالتالي فإنه في هذه الحالة (وجود أكثر من متغير دال) فإن نتائج هذه المتغيـرات الدالة لا تكون مثل نتائج الانحدار البسيط كما هو في حالة وجود متغير دال واحد.

أما الجزء (B) من الجدول رقم (9) فيبين المتغيرات المستقلة المحذوفة من نموذج الانحدار، وكما هو واضح من هذا الجدول فإن معدل التضخم ومعدل الفائدة السنوي ومعدل التغير فـي العـرض النقدي غير دالة إحصائيا كما تبينه قيمة t ومستوى دلالتها أمام كل متغير وبالتالي تم حذف هـذه المتغيرات من نموذج الانحدار.

مما سبق نستنتج أن متغير معدل التضخم ليس هو المتغير التفسيري ذو الأثر الأكبر وإنمـا هـو معدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي، وبالتالي نقبل الفرضية الخامسة والتي تـنص علـى أن معدل التضخم هو ليس المتغير الأهم من حيث قدرته على تفسير المتغيرات في نسبة الربح إلـى السعر (E/P) من بين المتغيرات الاقتصادية الأخرى.

اختبار الارتباط العالي بين المتغيـرات المـستقلة فـي نمـوذج الانحـدار متعـدد المتغيـرات (Multicollinearity)

يشار إلى الوضع الذي تكون قيمة المتغيرات المستقلة في نموذج الانحدار متعدد المتغيرات مترابطة بشكل كبير بالمصطلح (Multicollinearity)، وعندما تكون هذه المتغيـرات المـستقلة عالية الترابط يغدو صعباً فصل أثرها على المتغير التابع، وكما هو واضح من الجدول رقـم (5) جدول معاملات ارتباط بيرسون، فإن قيم معاملات الارتباط بين المتغيرات المـستقلة فـي هـذه الدراسة أظهرت وجود ارتباط عالي بين هذه المتغيرات وخاصة بين متغير معدل التضخم ومتغير معدل الناتج المحلي الإجمالي، مما يتطلب القيام باختبار الارتباط العالي، وذلك لتحديد وجود مشكلة الارتباط بين هذه المتغيرات المستقلة، والتي من شأنها أن تؤثر على مدى القدرة على تفسير النتائج وتحديد الدور الذي يلعبه كل متغير في نموذج الانحدار، وتوجد عدة مقاييس تستخدم للكشف عـن هذه المشكلة، منها مقياس معامل تضخم التباين (VIF) Variance-inflation-Factor.

ويفسر (VIF) على انه نسبة التباين الفعلي إلى التباين في حالة عدم وجود ارتباط عـالي، أي أن مقياس (VIF) يظهر كيف أن الارتباط العالي زاد من عدم استقرار المعـاملات المقـدرة. وهـو يساوي واحد على واحد ناقص R^2 لنموذج الانحدار لأحد المتغيرات المستقلة على بقية المتغيرات المستقلة.

وللتأكد من عدم وجود هذه المشكلة بين متغيرات الدراسة فإنه سيتم استخدام هذا المقياس للكـشف عن هذه المشكلة، وتجدر الملاحظة في هذا المقياس انه لا توجد قاعدة ثابتة لتحديد أهميـة (VIF) التي تشير إلى أن المعاملات المقدرة غيرة سليمة.

لكن هذه الدراسة تعتمد على المعيار الذي حدده كل من (Myers, 1990) و (Fox, 1991) فـي دراستهما حيث يقترح المعيار أنه إذا تراوحت قيمة (VIF) ما بين 5 و 10 فإنه يشير إلى مشكلة متوسطة، وإذا كانت قيمة (VIF) أكثر من(10) يؤدي إلى عدم الثقة في المعاملات المقدرة، بينما إذا كانت قيمة (VIF) أكثر من (30) فإنه يشير إلى وجود مشكلة كبيرة. ويبين الجدول رقم (10) نتائج هذا الاختبار.

جدول رقم (10)

جدول نتائج اختبار الارتباط العالي المتداخل (Multicollinearity) للمتغيرات المستقلة في نموذج الانحدار متعدد المتغيرات

المتغيرات المستقلة	**VIF**
معدل التضخم **(INF)**	**6.767**
معدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي (GDP)	**7.259**
معدل الفائدة السنوي (IR)	**1.274**
معدل التغير في عرض النقد (MS)	**1.324**

يبين الجدول رقم (10) نتائج اختبار الارتباط العالي لنموذج الانحدار المتعدد، ويلاحظ من الجدول أن قيمة (VIF) لمتغيري معدل التضخم ومعدل الناتج المحلي الإجمالي تجاوزت قيمة (5) مما يشير إلى وجود مشكلة ارتباط عالي متوسطة وليست كبيرة، بينما تظهر قيمة (VIF) لمتغيري معدل الفائدة السنوي ومعدل التغير في العرض النقدي انه لا توجد مشكلة ارتباط عالي حيث كانت قيمة (VIF) أقل من (5).

إن وجود هذه المشكلة المتوسطة تم معالجته من خلال استخدام طريقة (Stepwise) في نموذج الانحدار المتعدد السالف الذكر.

ثانياً: اختبار فرضيات الدراسة على قطاعي الصناعة والخدمات بشكل مستقل

يعرض هذا الجزء من الدراسة التحقق فيما إذا كانت العلاقة بين نسبة (E/P) و متغيرات الاقتصاد الكلي المختبرة في هذه الدراسة تختلف باختلاف القطاع الذي تعود إليه هذه الشركات، وفيمـا إذا كان تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي على نسبة (E/P) للشركات الصناعية يختلف عن تأثيره لنسبة (E/P) للشركات الخدمية، فقد تم إعادة اختبار فرضيات الدراسة على قطاعي الصناعة والخدمات بتطبيق نماذج الانحدار البسيط الأربعة ونموذج الانحدار الخامس متعدد المتغيرات على كل قطاع على حدة.

أ. الإحصاء الوصفي والخصائص الإحصائية لعينة قطاعي الصناعة والخدمات

يعرض الجدول رقم (11) المقاييس الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة لعينة قطاع الـصناعة، فيما يعرض الجدول رقم (12) المقاييس الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسـة لعينـة قطـاع الخدمات، علماً أن نتائج هذه المقاييس الإحصائية تمت بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة من كـل قطاع.

يتبين من الجدولين ذوات الأرقام (11) و(12) أن متوسط نسبة الربح إلى السعر (E/P) لقطـاع الصناعة هو اكبر من متوسط نسبة الربح إلى السعر لقطاع الخدمات حيث بلغ هذا المتوسط لقطاع الصناعة (5.4%) بينما بلغ المتوسط لقطاع الخدمات (4.4%) مما يدل أن الـشركات الـصناعية تعطي عائداً على الاستثمار (E/P) أعلى منه لشركات الخدمات، كذلك يلاحظ أن متوسـط نـسبة الربح إلى السعر لقطاع الصناعة اكبر قليلاً من متوسط نسبة (E/P) لكل العينة، أي أن الاستثمار في الشركات الصناعية أفضل منه في الشركات الخدميـة، إضـافة أن متوسـط (E/P) لقطـاع الصناعة هو أيضا اكبر قليلاً من معدل الفائدة السنوي على الودائع لآجل لدى البنـوك التجاريـة البالغ (5%).

جدول رقم (11)

جدول التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة لعينة قطاع الصناعة بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة خلال الفترة (1998-2007)

اسم المتغير	عدد المشاهدات (2)	أدنى مشاهدة Min.	النسبة المئينية1	الوسط الحسابي Mean	الوسيط Median	الانحراف المعياري Std.Deviation	أعلى مشاهدة Max	النسبة المئينية 99	المدى Range	التباين Variance
نسبة الربح إلى السعر (E/P)	**397**	**-0.0800**	**-0.0715**	**0.0537**	**0.0552**	**0.0509**	**0.1800**	**0.1759**	**0.2600**	**0.0030**
معدل التضخم (INF)	**409**	**0.0100**	**0.0060**	**0.0293**	**0.0265**	**0.0173**	**0.0600**	**0.0626**	**0.0600**	**0.0000**
معدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي (GDP)	**409**	**0.0300**	**0.0030**	**0.0899**	**0.0920**	**0.0410**	**0.1800**	**0.1750**	**0.1500**	**0.0020**
معدل الفائدة السنوي (IR)	**409**	**0.0200**	**0.0249**	**0.0502**	**0.0513**	**0.0193**	**0.0800**	**0.0833**	**0.0600**	**0.0000**
معدل التغير في عرض النقد (MS)	**409**	**0.0600**	**0.0580**	**0.1105**	**0.1168**	**0.0321**	**0.1700**	**0.1696**	**0.1100**	**0.0010**
Valid N (Listwise)	**397**									

1. يعرض الجدول أعلاه المقاييس الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة لقطاع الصناعة، وذلك بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة، حيث تم استبعاد المشاهدات المتطرفة باستخدام الأمر الإحصائي Poxplot في برنامج SPSS، حيث بلغ عدد المشاهدات المتطرفة (81) مشاهدة من أصل (490) مشاهدة أي أن عدد المشاهدات الداخلة في التحليل بعد حذف القيم المتطرفة بلغ (409) مشاهدة، وبلغ عدد الشركات الداخلة في عينة الدراسة (49) شركة صناعية خلال الفترة 2007-1998.

2. إن سبب اختلاف عدد المشاهدات الداخلة في التحليل (409) مشاهدة والمشاهدات الصالحة للتحليل (347) مشاهدة هو وجود قيم مفقودة (Missing) للمتغير التابع نسبة (E/P) بلغ عددها (12) مشاهدة مفقودة خلال فترة الدراسة ويعود ذلك لعدم توفر بيانات سعر السهم لبعض الشركات في سنوات معينة لاحتساب نسبة (E/P).

جدول رقم (12)

جدول التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة لعينة قطاع الخدمات بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة خلال الفترة(1998-2007)

اسم المتغير	عدد المشاهدات (2)	أدنى مشاهدة Min.	النسبة المئينية1	الوسط الحسابي Mean	الوسيط Median	الانحراف المعياري Std.Deviation	أعلى مشاهدة Max	النسبة المئينية 99	المدى Range	التباين Variance
نسبة الربح إلى السعر (E/P)	**150**	**-0.0800**	**-0.0805**	**0.0442**	**0.0423**	**0.0490**	**0.1700**	**0.1662**	**0.2500**	**0.0020**
معدل التضخم (INF)	**157**	**0.0100**	**0.0060**	**0.0280**	**0.0234**	**0.0178**	**0.0600**	**0.0626**	**0.0600**	**0.0000**
معدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي (GDP)	**157**	**0.0300**	**0.0300**	**0.0863**	**0.0676**	**0.0420**	**0.1800**	**0.1750**	**0.1500**	**0.0020**
معدل الفائدة السنوي (IR)	**157**	**0.0200**	**0.0249**	**0.0521**	**0.0519**	**0.0192**	**0.0800**	**0.0833**	**0.0600**	**0.0000**
معدل التغير في عرض النقد (MS)	**157**	**0.0600**	**0.0580**	**0.1086**	**0.1061**	**0.0316**	**0.1700**	**0.1696**	**0.1100**	**0.0010**
Valid N (Listwise)	**150**									

1. يعرض الجدول أعلاه المقاييس الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة لقطاع الخدمات، وذلك بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة، حيث تم استبعاد المشاهدات المتطرفة باستخدام الأمر الإحصائي Poxplot في برنامج SPSS، حيث بلغ عدد المشاهدات المتطرفة (13) مشاهدة من أصل (170) مشاهدة أي أن عدد المشاهدات الداخلة في التحليل بعد حذف القيم المتطرفة بلغ (157) مشاهدة، وبلغ عدد الشركات الداخلة في عينة الدراسة (17) شركة خدمية خلال الفترة 2007-1998.

2. إن سبب اختلاف عدد المشاهدات الداخلة في التحليل (157) مشاهدة والمشاهدات الصالحة للتحليل (150) مشاهدة هو وجود قيم مفقودة (Missing) للمتغير التابع نسبة (E/P) بلغ عددها (7) مشاهدات مفقودة خلال فترة الدراسة ويعود ذلك لعدم توفر بيانات سعر السهم لبعض الشركات في سنوات معينة لاحتساب نسبة (E/P).

ب. اختبار فرضيات الدراسة

لاختبار الفرضية السادسة والتي نصت على انه " لا توجد فروقات بين كل من قطاع الصناعة وقطاع الخدمات فيما يتعلق بالعلاقة بين نسبة الربح إلى السعر (E/P) ومتغيرات الاقتصاد الكلي" ، فقد تم أولاً إيجاد معاملات ارتباط بيرسون بين متغيرات الدراسة لكل قطاع على حدة وثم تم تطبيق نماذج الانحدار البسيط والمتعدد السابقة على عينة كل من قطاع الصناعة وقطاع الخدمات كلاً على حدة، وتم مقارنة نتائج تنفيذ نماذج الانحدار والارتباطات لقطاع الصناعة مع تلك لقطاع الخدمات لإيجاد الفروقات بين القطاعين.

١. نتائج تحليل الارتباط

يعرض الجدول رقم (13) معاملات ارتباط بيرسون لقطاع الصناعة، فيما يعرض الجدول رقم (14) معاملات الارتباط لقطاع الخدمات.

جدول رقم (13)

جدول مصفوفة معاملات ارتباط بيرسون(Person Correlation) بين متغيرات الدراسة لقطاع الصناعة بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة خلال فترة الدراسة (1998-2007)

اسم المتغير	نسبة الربح إلى السعر (E/P)	معدل التضخم (INF)	معدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي (GDP)	معدل الفائدة السنوي (IR)	معدل التغير في عرض النقد (MS)
نسبة الربح إلى السعر (E/P)	1	-0.162**	-0.174**	0.134*	-0.168**
معدل التضخم (INF)		1	0.913**	-0.121*	0.381**
معدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي (GDP)			1	-0.270**	0.429**
معدل الفائدة السنوي (IR)				1	-0.333**
معدل التغير في عرض النقد (MS)					1

** معامل الارتباط ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.01.

* معامل الارتباط ذو دلالة إحصائية عن مستوى 0.05.

جدول رقم (14)

جدول مصفوفة معاملات ارتباط بيرسون(Person Correlation) بين متغيرات الدراسة بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة لقطاع الخدمات خلال فترة الدراسة (1998-2007)

اسم المتغير	نسبة الربح إلى السعر (E/P)	معدل التضخم (INF)	معدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي (GDP)	معدل الفائدة السنوي (IR)	معدل التغير في عرض النقد (MS)
نسبة الربح إلى السعر (E/P)	1	- 0.065	- 0.066	0.059	- 0.039
معدل التضخم (INF)		1	0.925**	- 0.183*	0.372**
معدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي (GDP)			1	- 0.314**	0.415**
معدل الفائدة السنوي (IR)				1	- 0.298**
معدل التغير في عرض النقد (MS)					1

** معامل الارتباط ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.01.

* معامل الارتباط ذو دلالة إحصائية عن مستوى 0.05.

وباستعراض الجدولين نجد أن:

- جميع معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة لعينة قطاع الصناعة ذات دلالة إحصائية بينما هذه المعاملات غير دالة عند أي مستوى دلالة في قطاع الخدمات.
- أن إشارة معاملات الارتباط بين نسبة (E/P) و متغيرات الاقتصاد الكلي لقطاع الصناعة جاءت عكسية لكل من معدل التضخم، ومعدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل التغير في عرض النقد، بينما جاءت إشارة معامل الارتباط لمعدل الفائدة السنوي طردية، حيث يُظهر الجدول رقم (11) أن هناك ارتباط بين نسبة (E/P) ومعدل التضخم ذا دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 1% حيث بلغ معامل الارتباط بين المتغيرين (-16.2%) ، وارتباط أيضا بين نسبة (E/P) ومعدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي ذو دلالة إحصائية عند مستوى 1% وبلغ معامل الارتباط بينهما (-17.4%)، أما الارتباط بين نسبة (E/P) ومعدل الفائدة فهو موجب وذو دلالة عند مستوى (5%) حيث بلغ معامل الارتباط (13.4%)، أما ارتباط نسبة (E/P) مع معدل التغير في عرض النقد فهو ارتباط سلبي ذو دلالة إحصائية عند مستوى 1% حيث بلغ معامل الارتباط بينهما(-0.168%) .

- أن إشارة معاملات الارتباط بين نسبة (E/P) ومتغيرات الاقتصاد الكلي لقطاع الخدمات جاءت بنفس الاتجاه لإشارات معاملات ارتباط قطاع الصناعة ولكن بدون دلالة إحـصائية إضافة إلى أنها ضعيفة جداً، وكما هو واضح من الجدول رقم (14) الذي يبين أن هنـاك ارتباطاً سلبياً بين نسبة (E/P) ومعدل التضخم ولكن هذا الارتباط ضعيف جداً حيث بلـغ معامل الارتباط بين المتغيريـن (6.5%-) ، وارتباط أيضا سلبي بين نسبة (E/P) ومعدل التغير في (GDP) ولكن أيضا هذا الارتباط ضعيف جداً حيـث بلـغ معامـل الارتبـاط (6.6%)، وارتباط سلبي أيضاً مع معدل التغير في العرض النقدي ولكن ضعيف جداً حيث بلغ معامل الارتباط بينهما (3.9%-)، بينما كان الارتباط بين نسبة (E/P) ومعدل الفائـدة السنوي موجب وضعيف جداً حيث بلغ معامل الارتباط بينهما (5.9%). ولكن مع ملاحظة أن كافة هذه الارتباطات غير دالة إحصائياً.

- إن الارتباطات بين نسبة (E/P) ومتغيرات الاقتصاد الكلي لقطاع الصناعة (جدول 13) هي أعلى من تلك الارتباطات لكامل العينة (جدول رقم 6).

- إن الارتباط الأقوى من بين متغيرات الاقتصاد الكلي مع نسبة (E/P) لقطاع الـصناعة كان لمتغير معدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي ثم تلاه لمتغير معدل التغير في عرض النقد ثم تلاه لمتغير معدل التضخم وأخيرا لمعدل الفائدة السنوي.

من نتائج تحليل الارتباط يمكن الاستنتاج أن هناك فروقات بين قطاعي الصناعة والخدمات حيـث أظهرت نتائج الارتباط أن نسبة (E/P) للشركات الصناعية هي أكثر تأثراً بمتغيـرات الاقتـصاد الكلي المفحوصة منها في حالة قطاع الخدمات، حيث تبين أن هناك علاقات ذات دلالة إحـصائية مع هذه المتغيرات لقطاع الصناعة بينما هذه العلاقات تكاد معدومة في حالة قطاع الخدمات.

٢. نتائج تحليل الانحدار وتطبيق نماذج الدراسة على قطاعي الصناعة والخدمات كلٍ على حدة.

بعدما أظهرت نتائج تحليل الارتباط بين نسبة (E/P) والمتغيرات الاقتصادية الكلية وجود ارتباطات جيدة وذات دلالة في قطاع الصناعة ولكنها ضعيفة وليست دالة في قطاع الخدمات فسيتم تطبيق نماذج الانحدار البسيط والمتعدد المتغيرات على كل قطاع على حدة للوصول إلى نتائج يتم على أساسها إيجاد الفروقات بين كل من القطاعين فيما يتعلق بالعلاقة بين نسبة الربح إلى السعر(E/P) ومتغيرات الاقتصاد الكلي.

أ. تنفيذ نماذج الانحدار البسيط لكل قطاع على حدة.

تم تطبيق نماذج الانحدار البسيط في كل من قطاع الصناعة وقطاع الخدمات على حدة وتظهر النتائج في الجدولين ذوات الأرقام (15) و (16).

جدول رقم (15)[1]

جدول نتائج تنفيذ نماذج الانحدار الخطي البسيط والخاصة باختبار العلاقة بين نسبة الربح إلى السعر ومتغيرات الاقتصاد الكلي منفردة كلٍ على حدة على عينة قطاع الصناعة

Sig- F	F-Test	Adj. R^2	R^2	Sig.t	t-value	المعامل	Constant	النموذج	المتغير المستقل	رقم النموذج
0.001	10.680	0.024	0.026	0.001	-3.268	-0.476	0.068	$(E/P)_{it} = a_{0it} + a_1 I_{NF\,t} + \varepsilon1_{it}$	INF	1
0.000	12.349	0.028	0.030	0.000	-3.514	-0.217	0.073	$(E/P)_{it} = b_{0it} + b_1 \Delta_{GDP\,t} + \varepsilon2_{it}$	ΔGDP	2
0.007	7.261	0.016	0.018	0.007	2.695	0.364	0.036	$(E/P)_{it} = c_{0it} + c_1 I_{R_t} + \varepsilon3_{it}$	IR	3
0.001	11.356	0.026	0.028	0.001	-3.396	-0.265	0.083	$(E/P)_{it} = d_{0it} + d_1 \Delta_{MS_t} + \varepsilon4_{it}$	ΔMS	4

1. يعرض الجدول نتائج تنفيذ نماذج الانحدار الخطي البسيط الأربعة على عينة قطاع الصناعة المكونة من (49) شركة صناعية خلال فترة الدراسة (1998-2007).

- يمثل العمود الثالث نماذج الدراسة، ويمثل العمود الرابع قيم المعامل الثابت (constant)، بينما يظهر العمود الخامس قيم معاملات نماذج الانحدار، أما العمودين السادس والسابع فيظهران قيمة معامل الاختبار (t) ومستوى دلالته، ويظهر العمود الثامن القوة التفسيرية للنماذج، في حين يظهر العمود التاسع القوة التفسيرية المعدلة للنماذج، أما العمودين العاشر والحادي عشر فيشيران إلى قيمة التغير ومستوى الدلالة في القوة التفسيرية لنماذج الانحدار.
- تعريف المتغيرات

(E/P) : وهي تمثل المتغير التابع وهي تمثل نسبة ربحية السهم المحقق (EPS) للسنة المالية T والمنتهية في 31/12 إلى السعر السوقي للسهم في أواخر شهر نيسان للسنة المالية T.

INF : معدل التضخم، وهو يمثل التغير النسبي في الرقم القياسي لأسعار المستهلك

ΔGDP: وهو يمثل معدل التغير النسبي في الناتج المحلي الإجمالي السنوي بأسعار السوق الجارية.

IR: وهو يمثل سعر الفائدة السنوي على الودائع لأجل لدى البنوك التجارية الأردنية.

ΔMS: وهو يمثل معدل التغير النسبي في عرض النقد (M2) السنوي.

جدول رقم (16)[1]

جدول نتائج تنفيذ نماذج الانحدار الخطي البسيط والخاصة باختبار العلاقة بين نسبة الربح إلى السعر ومتغيرات الاقتصاد الكلي منفردة كلاً على حدة على عينة قطاع الخدمات

Sig- F	F-Test	Adj. R^2	R^2	Sig.t	t-value	المعامل	Constant	النموذج	المتغير المستقل	رقم النموذج
0.431	0.623	-0.003	0.004	0.431	-0.789	-0.177	0.049	$(E/P)_{it} = a_{0it} + a_1 I_{NF\,t} + \varepsilon 1_{it}$	INF	1
0.425	0.640	-0.002	0.004	0.425	-0.800	-0.76	0.051	$(E/P)_{it} = b_{0it} + b_1 \Delta_{GDP\,t} + \varepsilon 2_{it}$	ΔGDP	2
0.476	0.511	-0.003	0.003	0.476	0.715	0.153	0.036	$(E/P)_{it} = c_{0it} + c_1 I_{R_t} + \varepsilon 3_{it}$	IR	3
0.636	0.225	-0.005	0.002	0.636	-0.475	-0.060	0.051	$(E/P)_{it} = d_{0it} + d_1 \Delta_{MS_t} + \varepsilon 4_{it}$	ΔMS	4

1. يعرض الجدول نتائج تنفيذ نماذج الانحدار الخطي البسيط الأربعة على عينة قطاع الخدمات المكونة من (17) شركة صناعية خلال فترة الدراسة (1998-2007).

- يمثل العمود الثالث نماذج الدراسة، ويمثل العمود الرابع قيم المعامل الثابت (constant)، بينما يظهر العمود الخامس قيم معاملات نماذج الانحدار، أما العمودين السادس والسابع فيظهران قيمة معامل الاختبار (t) ومستوى دلالته، ويظهر العمود الثامن القوة التفسيرية للنماذج، في حين يظهر العمود التاسع القوة التفسيرية المعدلة للنماذج، أما العمودين العاشر والحادي عشر فيشيران إلى قيمة التغير ومستوى الدلالة في القوة التفسيرية لنماذج الانحدار.
- تعريف المتغيرات

(E/P) : وهي تمثل المتغير التابع وهي تمثل نسبة ربحية السهم المحقق (EPS) للسنة المالية T والمنتهية في 31/12 إلى السعر السوقي للسهم في أواخر شهر نيسان للسنة المالية T.

INF : معدل التضخم، وهو يمثل التغير النسبي في الرقم القياسي لأسعار المستهلك

ΔGDP: وهو يمثل معدل التغير النسبي في الناتج المحلي الإجمالي السنوي بأسعار السوق الجارية.

IR: وهو يمثل سعر الفائدة السنوي على الودائع لأجل لدى البنوك التجارية الأردنية.

ΔMS: وهو يمثل معدل التغير النسبي في عرض النقد (M2) السنوي.

يتضح من نتائج تنفيذ نماذج الانحدار البسيط على قطاع الصناعة الواردة في جدول (15) أن كافة معاملات المتغيرات المستقلة دالة إحصائيا في كافة نماذج الانحدار البسيط عند مستوى معنوية يقل عن 1% كما هو واضح من قيمة t ومستوى دلالتها، وفيما يتعلق بإشارات المعاملات فهي تشير إلى علاقة عكسية بين نسبة (E/P) وكل من معدل التضخم ومعدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي ومعدل التغير في عرض النقد، وعلاقة طردية بين نسبة (E/P) ومعدل الفائدة، أما القدرة التفسيرية لهذه النماذج (R^2) فهي دالة إحصائيا عند مستوى دلالة 1% كما يبين ذلك قيمة (F) ومستوى دلالتها، حيث بلغت القوة التفسيرية للنموذج الأول والخاص بمتغير التضخم (2.6%)، أي أن التضخم فسر ما نسبته (2.6%) من التباينات في نسبة (E/P)، بينما بلغت القدرة التفسيرية للنموذج الثاني والخاص بمتغير معدل الناتج المحلي الإجمالي (3%)، أما القدرة

التفسيرية للنموذج الثالث الخاص بمتغير معدل الفائدة فقد بلغت (1.8%)، وأخيراً فقد بلغت القدرة التفسيرية للنموذج الرابع والخاص بمتغير معدل التغير في العرض النقدي (2.8%).

أما نتائج تنفيذ نماذج الانحدار البسيط على قطاع الخدمات الواردة في جدول رقم (16) فتشير إلى إن كافة معاملات المتغيرات المستقلة غير دالة إحصائيا عند أي مستوى معنوية. وكمـا توضـحه قيمة (t) ومستوى دلالتها لكل متغير، ويشير الجدول أيضاً إلى وجود علاقة عكـسية بـين نـسبة (E/P) وكل من معدل التضخم، ومعدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي، ومعـدل التغيـر فـي عرض النقد، وعلاقة طردية بين نسبة (E/P) ومعدل الفائدة، ولكن هذه العلاقـات ضـعيفة جـداً وتكاد تكون معدومة كما هو واضح من قيمة معامل كل متغير وقيمة (R^2) حيث كانـت القـدرة التفسيرية لنماذج الانحدار البسيط الأربعة معدومة حيث أنها قريبة من الصفر.

وبمقارنة نتائج تنفيذ الانحدار البسيط لقطاع الصناعة مع قطاع الخدمات نجد انه توجد فروقات بين القطاعين في مقدار تأثر نسبة (E/P) بمتغيرات الاقتصاد الكلي وان نسبة (E/P) لشركات قطـاع الصناعة هي أكثر تأثراً بمتغيرات الاقتصاد الكلي من نسبة (E/P) لشركات قطاع الخـدمات مـع ملاحظة تطابق إشارات المعاملات المستقلة لكلا القطاعين مما يعكس أن طبيعة العلاقة بين نـسبة (E/P) ومتغيرات الاقتصاد الكلي لم تختلف باختلاف القطاع الذي تنتمي إليه الشركة.
ويلاحظ أيضا أن القدرة التفسيرية لنماذج الانحدار البسيط المطبقة على قطاع الصناعة كانت اكبر قليلاً من تلك النماذج المطبقة على كل العينة.

٣. نتائج تنفيذ نموذج الانحدار الخطي متعدد المتغيرات على كل قطاع على حدة

تم تطبيق نموذج الانحدار الخطي متعدد المتغيرات على قطاعي الصناعة والخدمات كلاً على حدة لقياس اثر هذه المتغيرات المستقلة مجتمعة على المتغير التابع ولقياس هـل يختلـف هـذا الأثـر باختلاف نوع القطاع وبالتالي إيجاد الفروقات بين القطاعين وذلك باستخدام طريقة(Enter).
تظهر نتائج تنفيذ نموذج الانحدار المتعدد في الجدول رقم (17).

جدول رقم (17)[1]

جدول نتائج تنفيذ نموذج الانحدار الخطي متعدد المتغيرات والخاص باختبار العلاقة بين نسبة الربح إلى السعر ومتغيرات الاقتصاد الكلي مجتمعة على عينة كل قطاع على حدة

$$(E/P)_{it} = \lambda 0_{it} + \lambda_1 \, I_{NFt} + \lambda_2 \, \Delta_{GDP\,t} + \lambda_3 \, I_{R\,t} + \lambda_4 \, \Delta_{MSt} + \varepsilon_{5\,it}$$

Sig- F	F-Test	Adj. R^2	R^2	Sig.t	t-value	المعامل	المتغيرات المستقلة	القطاع
0.001	**4.823**	**0.037**	**0.047**	**0.453**	**-0.751**	**-0.279**	INF	الصناعة
				0.848	**-0.192**	**-0.031**	ΔGDP	
				0.113	**1.590**	**0.241**	IR	
				0.114	**-1.584**	**-0.142**	ΔMS	
0.915	**0.241**	**-0.021**	**0.007**	**0.767**	**-0.296**	**-0.182**	INF	الخدمات
				0.957	**0.053**	**0.015**	ΔGDP	
				0.588	**0.544**	**0.132**	IR	
				0.971	**-0.036**	**-0.005**	ΔMS	

1. يعرض الجدول نتائج تنفيذ نماذج الانحدار الخطي متعدد المتغيرات الخامس على عينة قطاع الصناعة والمكونة من (49) شركة صناعية وعلى عينة قطاع الخدمات والمكونة من (17) شركة خدمية خلال فترة الدراسة (1998-2007).

- يمثل العمود الثاني المتغيرات المستقلة، ويمثل العمود الثالث قيم معاملات المتغيرات المستقلة، أما العمودين الرابع والخامس فيظهران قيمة معامل الاختبار(t) ومستوى دلالته، ويظهر العمود السادس القوة التفسيرية للنموذج، في حين يظهر العمود السابع القوة التفسيرية المعدلة للنموذج، أما العمودين الثامن والتاسع فيشيران إلى قيمة التغير ومستوى الدلالة في القوة التفسيرية لنموذج الانحدار.

- تعريف المتغيرات

(E/P) : وهي تمثل المتغير التابع وهي تمثل نسبة ربحية السهم المحقق (EPS) للسنة المالية T والمنتهية في 31/12 إلى السعر السوقي للسهم في أواخر شهر نيسان للسنة المالية T.

INF : معدل التضخم، وهو يمثل التغير النسبي في الرقم القياسي لأسعار المستهلك

ΔGDP: وهو يمثل معدل التغير النسبي في الناتج المحلي الإجمالي السنوي بأسعار السوق الجارية.

IR: وهو يمثل سعر الفائدة السنوي على الودائع لأجل لدى البنوك التجارية الأردنية.

ΔMS: وهو يمثل معدل التغير النسبي في عرض النقد (M2) السنوي.

تشير النتائج الواردة في جدول (17) إن القدرة التفسيرية لمتغيرات الاقتصاد الكلـي مجتمعـة بلغت لقطاع الصناعة (3.7%) كما هو واضح من قيمة (Adj. R^2) وان هذه القـدرة التفـسيرية للنموذج ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة يقل عن 1% وكما هـو ظـاهر مـن قيمـة (F) ومستوى دلالتها، أي أن المتغيرات الاقتصادية مجتمعة تفسر ما نسبته (3.7%) من التباينات فـي نسبة (E/P) لقطاع الصناعة.

أما نتائج تنفيذ نموذج الانحدار على قطاع الخدمات الواردة في جدول (15) فتـشير إلـى أن القدرة التفسيرية للنموذج معدومة وكما هو واضح من قيمة (Adj.R^2) والتـي بلغـت (-0.021) وهي نسبة متدنية جداً إضافة إلى أنها أساسا غير دالة إحصائيا كما تشير إليه قيمة (F) ومـستوى دلالتها وبالتالي فإن المتغيرات الاقتصادية مجتمعة لم تفسر شيئاً من التباينات التي تحدث في نسبة (E/P) لقطاع الخدمات.

وبمقارنة القدرة التفسيرية (R^2) لنموذج الانحدار المتعدد المتغيـرات المطبـق علـى قطـاع الصناعة مع نفس النموذج المطبق على قطاع الخدمات نجد انه توجد فروقات بين القطاعين فـي درجة تأثر نسبة (E/P) بالمتغيرات الاقتصادية الكلية في كلا القطاعين.

ويلاحظ هنا أن القدرة التفسيرية للنموذج المطبق على قطاع الصناعة هي اكبر مـن القـدرة التفسيرية عند تطبيق النموذج على كل العينة حيث بلغت القدرة التفسيرية للعينـة ككـل (2.2%) (جدول 8) مقارنة بـ (3.7%) لقطاع الصناعة (جدول 17).

الفصل السادس: النتائج و التوصيات

- ملخص نتائج الدراسة
- التوصيات

أولاً: ملخص نتائج الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار طبيعة العلاقة بين نسبة الربح إلى السعر (E/P) ومتغيرات الاقتصاد الكلي التالية (معدل التضخم، ومعدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل الفائدة، ومعدل التغير في عرض النقد)، وبيان مدى قدرة هذه المتغيرات على تفسير التباينات التي تحدث في نسبة الربح إلى السعر(E/P)، وذلك لما لنسبة (E/P) من أهمية لدى المستثمرين في الأسواق المالية، حيث أنها تعتبر عامل مهم وأساسي في قرارات الاستثمار ولما لمتغيرات الاقتصاد الكلي من أهمية في التأثير على نسبة (E/P)، وبالتالي لا بد من معرفة أهمية العلاقة بين هذه المتغيرات ونسبة (E/P).

وقد تم اختبار فرضيات الدراسة باستخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد المتغيرات خلال الفترة ما بين 1998-2007 وبالتطبيق على عينة من الشركات الصناعية والخدمية المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي.

ويمكن تلخيص وتفسير أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة كما يلي:

١. الاستنتاجات الخاصة بعينة الدراسة الكلية

أ.الاستنتاجات التي يمكن الخروج بها من نتائج خصائص مقاييس عينة الدراسة

١. إن متوسط نسبة (E/P) للشركات الصناعية والخدمية المساهمة العامة خلال فترة الدراسة بلغ (5%) وهو مساوٍ لمتوسط معدل الفائدة السنوي على الودائع لأجل لدى البنوك التجارية الأردنية والبالغ (5%)، مما يعني أن الاستثمار في أسهم الشركات الصناعية والخدمية يغل عائد سنوي يكافئ معدل الفائدة السنوي على الودائع لأجل.

٢. إن متوسط نسبة (E/P) للشركات الصناعية والخدمية الأردنية هو قريب جداً من متوسط هذه النسبة في دراسة (Jain, 2006) حيث توصل أن متوسط نسبة (E/P) للشركات الأمريكية هو (5.6%) خلال الفترة (1993-2003) وهو أيضاً قريب جداً من المتوسط الذي توصل إليه (Kusma,2005)، في دراسته حيث توصل إلى أن متوسط (E/P) للشركات الأمريكية هو (5.7%) للشركات الأمريكية و (4.8%) للشركات اليابانية خلال الفترة (1991-1995).

٣. إن متوسط نسبة (E/P) للشركات المساهمة الصناعية والخدمية الأردنية والبالغ (5%) يكـافئ أو يعادل 20 مرة لمعكوس النسبة (P/E)، أي أن الشركات المساهمة الصناعية والخدمية الأردنية يتاجر بأسهمها عند مضاعف سعر (20) مرة.

ب. النتائج التي تم التوصل إليها من اختبار فرضيات الدراسة

١. إن العلاقة بين معدل التضخم ونسبة الربح إلى السعر هي عكسية وذات دلالة إحصائية بمعنى أن الزيادة في معدل التضخم يرافقها الانخفاض في نسبة الربح إلى السعر، أي أن زيـادة وحـدة واحدة في معدل التضخم يرافقه انخفاض في نسبة الربح إلى السعر، وتتفق هذه النتيجة مع النتيجة التي توصلت إليها دراسة (Jain and Rosset, 2006) للفترة الجزئية الأولى في الدراسة، وتتفق هذه النتيجة مع النظرية الاقتصادية حيث انه عندما يرتفع معدل التضخم تبدأ النقود بفقدان قوتهـا الشرائية، فيحاول المستثمرون حماية مدخراتهم ضد هذه المخاطر فيقومون بزيادة حجم استثماراتهم في الأسهم فترتفع أسعارها وبالتالي التأثير على نسبة الربح إلى السعر.

٢. إن العلاقة بين معدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي ونسبة الربح إلى السعر هـي عكـسية وذات دلالة إحصائية، وهذا يدل على أن الزيادة في معدل الناتج المحلي الإجمالي بمقـدار وحـدة واحدة يرافقه انخفاض في نسبة الربح إلى السعر، ويمكن تفسير هذه النتيجة بالأثر الايجابي لنمـو الناتج المحلي الإجمالي على أسعار الأسهم حيث أن نمو الناتج المحلي الإجمالي تؤدي إلى زيـادة الطلب على الاستثمار وبالتالي ازدياد تفاؤل المستثمر بشأن زيادة أرباح الشركة في المستقبل ممـا يؤدي إلى زيادة الطلب على الاستثمار في الأوراق المالية ومنها الأسهم، وبالتالي ارتفاع أسـعار الأسهم مما يؤثر سلبياً على نسبة الربح إلى السعر، وتتفق هذه النتيجة أيضاً مع ما توصلت إليـه دراسة (Jain and Rosset, 2006) للفترة الجزئية الأولى .

٣. إن العلاقة بين معدل الفائدة ونسبة الربح إلى السعر هي طردية وذات دلالة إحصائية بمعنى أن الزيادة في معدل الفائدة ترتبط بالزيادة في نسبة الربح إلى السعر، بمعنى أن زيادة وحدة واحدة في معدل الفائدة يرافقه زيادة في نسبة الربح إلى السعر، حيث أن الزيادة في معدل الفائدة يؤدي إلـى انخفاض أسعار الأسهم وبالتالي التأثير الايجابي على نسبة الربح إلى السعر، ولا تتفق هذه النتيجة مع نتيجة دراسة(Jain and Rosset, 2006) والتي توصلت إلى انه لا يوجـد أي ارتبـاط بـين معدل الفائدة ونسبة الربح إلى السعر.

٤. إن العلاقة بين معدل التغير في عرض النقد ونسبة الربح إلى السعر هي عكسية وذات دلالـة إحصائية، أي أن زيادة وحدة واحدة في عرض النقد يؤدي إلى انخفاض نسبة الربح إلى الـسعر، ويمكن رد هذه النتيجة إلى أن زيادة عرض النقد تؤدي إلى زيادة حجم الاستثمار وبما أن جـزءاً من هذا الاستثمار يتم تمويله عن طريق طرح أدوات تمويل جديدة فمن المتوقع أن يترك عـرض النقد آثاراً ايجابية على أسعار الأسهم، وبالتالي التأثير السلبي على نسبة الربح إلى السعر.

٥. إن الارتباط الأقوى كان بين نسبة الربح إلى السعر ومعدل التغير في الناتج المحلي الإجمـالي حيث بلغ معامل الارتباط بينها (-14.7%)، تلاه الارتباط مع معدل التضخم حيـث بلـغ معامـل الارتباط بين المتغيرين (-13.8%)، ثم تلاه الارتباط مع معدل التغير في عرض النقد والذي بلـغ معامل الارتباط بينهما (-12.4%) وأخيراً كان الارتباط الأضعف بين نسبة (E/P) ومعدل الفائدة السنوي إذ بلغ معامل الارتباط بينهما (10%)، علماً أن جميع معاملات الارتباط بين نسبة (E/P) والمتغيرات الاقتصادية المستقلة ذات دلالة إحصائية.

٦. إن قدرة المتغيرات الاقتصادية الكلية على تفسير التباينات في نسبة (E/P) ضعيفة ومحـدودة وذلك حسب ما أظهرته نتائج الانحدار البسيط وقيمة (R^2) لكل نمـوذج، إذ بلغـت أعلـى قـدرة تفسيرية (2.2%) لمتغير معدل الناتج المحلي الإجمالي. بينما كانـت القـدرة التفـسيرية لمعـدل التضخم (1.9%)، ثم تلاه معدل التغير في عرض النقد حيث بلغت القدرة التفسيرية لهذا المتغيـر (1.5%)، أما متغير معدل الفائدة فلم تتجاوز القدرة التفسيرية 1%.

٧. إن متغير معدل التضخم ليس هو المتغير التفسيري الأهم في تفسير التغيرات التي تحدث فـي نسبة (E/P) وإنما هو التغير في معدل الناتج المحلي الإجمالي.

٨. إن قدرة المتغيرات الاقتصادية الكلية مجتمعة على تفسير التباينات في نـسبة (E/P) متدنيـة، حيث لم تفسر هذه المتغيرات مجتمعة سوى فقط (2.2%) من التغيرات في نسبة (E/P).

٩. إن كافة متغيرات الاقتصاد الكلي هي ذات دلالة إحصائية في نماذج الانحدار البـسيط ولكنهـا ليست كذلك في نموذج الانحدار المتعدد ويعود السبب في ذلك إلى تدني القدرة التفسيرية لنمـاذج الانحدار البسيط، إضافة إلى وجود مشكلة الارتباط المتداخل (Multicolineraty) بـين بعـض المتغيرات .

٢. الاستنتاجات الخاصة بعينة كل قطاع على حدة

أما فيما يخص اختبار فرضيات الدراسة على قطاعي الصناعة والخدمات كلاً على حـدة فقط أظهرت نتائج الانحدار النتائج التالية:

أ. إن متوسط نسبة (E/P) للشركات الصناعية اكبر منه للشركات الخدمية حيث بلغ هذا المتوسـط للشركات الصناعية (5.37%)، بينما بلغ المتوسط لقطـاع الخـدمات (4.4%) ممـا يعنـي أن الاستثمار في أسهم الشركات الصناعية يحقق عوائد أفضل خلال فترة الدراسة من الاستثمار فـي أسهم الشركات الخدمية.

ب. وجود فروقات بين قطاعي الصناعة والخدمات فيما يتعلق بدرجة تأثير المتغيرات الاقتـصادية الكلية على نسبة (E/P) حيث وجد أن تأثير المتغيرات الاقتصادية على نـسبة (E/P) للـشركات الصناعية اكبر منه للشركات الخدمية.

ج. وجود علاقات ارتباط بين متغيرات الاقتصاد الكلي ونسبة (E/P) لشركات القطاع الـصناعي وذات دلالة إحصائية، بينما لا يوجد أي علاقة ارتباط بين هذه المتغيرات ونسبة (E/P) لـشركات قطاع الخدمات حيث لم تكن معاملات متغيرات الاقتصاد الكلي دالة إحـصائياً عنـد أي مـستوى معنوية.

د. إن طبيعة العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي ونسبة (E/P) كانت متطابقـة بـين الـشركات الصناعية والشركات الخدمية والعينة ككل وحسب ما أظهرته إشـارة معـاملات الارتبـاط بـين المتغيرات حيث جاءت إشارة معامل الارتباط بنفس الاتجاه لكل من قطاع الصناعة والخدمات وكل العينة ولكنها كانت ذات دلالة إحصائية في كل العينة وقطاع الصناعة ولم تكن ذات دلالة في قطاع الخدمات (علاقة سلبية مع كل من معدل التضخم، ومعدل التغير في النـاتج المحلـي الإجمـالي، ومعدل التغير في عرض النقد، وعلاقة موجبة مع معدل الفائدة).

هـ. إن القدرة التفسيرية لنماذج الانحدار البسيط المطبقة على قطاع الصناعة كانت أعلى من تلك للنماذج المطبقة على العينة ككل، كذلك أن القدرة التفسيرية للمتغيرات الاقتصادية مجتمعة لقطـاع الصناعة كانت أيضـاً أكبر من القـدرة التفسيرية لهـذه المتغيرات للعينـة ككل حيـث بلـغ معامل التحديـد لنمـوذج الانحـدار المتعـدد المطبـق على قطاع الصنـاعة (3.7%) مقارنـة بـ (2.2%) للعينة ككل.

و. إن القدرة التفسيرية للمتغيرات الاقتصادية منفردة ومجتمعة لقطاع الخدمات كانت معدومة.

ويمكن رد سبب الاختلاف في النتائج بين قطاعي الصناعة والخدمات إلى أن قطاع الخدمات لا يتأثر كثيراً بالظروف الاقتصادية وان قطاع الخدمات يتسم بثبات الأرباح وانه اقل عرضة للتأثر بالظروف الاقتصادية من قطاع الصناعة، ومثال ذلك أن الشركات الصناعية الأردنية تأثرت كثيراً بالأزمات التي حدثت مثل أزمة الخليج حيث اتسمت أرباح هذا القطاع في سنوات الأزمة بالتباين مع أن الاتجاه العام للأرباح كان إلى الانخفاض، بينما قطاع الخدمات كان أقل تأثيراً إذ لم تخسر شركات هذا القطاع أسواقا خارجية مقارنة مع قطاع الصناعة، إضافة إلى أن قطاع الخدمات يتميز بالتخصص مما يعني قلة المنافسة ويتميز أيضاً باحتكار بعض الشركات لمجالات معينة مثل الكهرباء وتكرير البترول والإسمنت. إضافة إلى أن قطاع الصناعة أكثر تأثراً بالتغيرات الاقتصادية الكلية حيث انه قطاع إنتاجي ويقدم خدماته لجميع فروع الاقتصاد لذلك هنالك ارتباط قوي بينه وبين متغيرات الاقتصاد الكلي.

وفي النهاية إن ضعف القدرة التفسيرية لمتغيرات الاقتصاد الكلي في تفسير التذبذبات التي تحدث في نسبة (E/P) يدفعنا أن نتوقع بأن العوامل الداخلية الخاصة بالشركة هي ذات التأثير الأكبر في نسبة (E/P) وهذه العوامل والمحددات الداخلية هي: معدل نمو أرباح الشركة، معدل الخصم الذي تخصم به أرباح الشركة، دائمية أو مؤقتية أرباح الشركة، اختلاف الطرق المحاسبية المستخدمة في الشركات (ومنها اختلاف طرق تقييم المخزون، اختلاف طرق احتساب استهلاك الأصول الثابتة وغيرها)، ممارسات الإدارة في تجميل الدخل.

ثانياً: التوصيات

في ضوء النتائج التي توصلت إليها الدراسة، فإن الباحث يقترح التوصيات التالية التي يأمل أن تكون مفيدة لجميع مستخدمي البيانات المالية من المساهمين والمستثمرين والباحثين والمحللين الماليين وإدارات الشركات المساهمة العامة والجهات المسئولة والمنظمة لسوق الأوراق المالية:

١. ضرورة اهتمام كل من المستثمرين والمحللين الماليين بنسبة (E/P) عند تقييم الأسهم من كونها أداة لتقييم الأسهم وأداة للمقارنة مع أصول مالية أخرى مثل السندات وأذونات الخزينة كون هذه النسبة تمثل العائد على الاستثمار ذو المخاطرة العالية مقارنة مع العائد الذي تغله أصول مالية أخرى، والاهتمام بالمحددات والمؤثرات التي تؤثر في هذه النسبة سواء كانت عوامل داخلية خاصة بالشركة أو عوامل خارجية خاصة بالظروف الاقتصادية.

٢. ضرورة الاهتمام بمتغيرات الاقتصاد الكلي والأخذ بنظر الاعتبار العلاقة الموجودة بين نسبة الربح إلى السعر ومتغيرات الاقتصاد الكلي، وبالتالي فإنه من الضروري إيجاد نظام معلومات فعال يمكن المستثمرين من خلاله الاطلاع على المعلومات المتعلقة بالمتغيرات الاقتصادية حتى يتمكنوا من عكسها على أسهم الشركات بشكل سريع.

٣. ضرورة قيام الجهات المنظمة لسوق عمان المالي باحتساب نسبة الربح إلى السعر (E/P) لكامل السوق ولكل قطاع على حدة ونشرها وحسب ما هو موجود في الأسواق المالية العالمية لما لهذه النسبة من أهمية في الأسواق المالية مما يوفر مؤشراً عاماً للعائد الذي تدره أسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية.

٤. أيضاً على الجهات المعنية (مثل هيئة الأوراق المالية وبورصة عمان وإدارة الشركات المساهمة العامة) بضرورة الإفصاح عن كافة البيانات المتعلقة باحتساب نسبة (E/P)، وإلزام الشركات باحتساب هذا الرقم وإظهاره في التقارير المالية للشركات وأن يكون محسوباً بدقة وعلى أساس المتوسط المرجح للأسهم وليس على أساس عدد الأسهم القائمة في نهاية السنة.

٥. ضرورة إيجاد قاعدة بيانات محوسبة يسهل الرجوع إليه ويخدم المستثمرين والباحثين وطلبة الجامعات والمعاهد، وتكون قاعدة البيانات هذه تتضمن كافة المعلومات الخاصة بالشركات المساهمة العامة الأردنية التاريخية والحديثة وأن يتم تطوير وتحديث البيانات فيها بشكل مستمر

وأن تكون مربوطة على شبكة المعلوماتية تسهل الرجوع إليها بسرعة من كافة الأطراف المستفيدة من هذه البيانات.

٦. يوصي الباحث بضرورة إجراء المزيد من الأبحاث حول نسبة الربح إلى السعر (E/P) ومن المجالات التي يمكن إجراء أبحاث عليها:

أ. إعادة تطبيق هذه الدراسة على قطاعات أخرى مثل قطاع البنوك وقطاع التأمين

ب. دراسة عوامل اقتصادية أخرى قد تكون مؤثرة في نسبة (E/P) مثل (معدل الصرف، ومعدل البطالة، والديون الخارجية، وحوالات العاملين في الخارج، والإنتاج الصناعي، والناتج القومي الإجمالي).

ج. استخدام بدائل أخرى (Proxy) للمتغيرات المستقلة مثل التضخم المتوقع، الناتج المحلي الإجمالي المتوقع أو معدلات فائدة أخرى.

د. ضرورة دراسة تأثير العوامل الداخلية الخاصة بالشركة على نسبة (E/P) ومنها معدل نمو أرباح الشركة، وأثر اختلاف طرق تقييم المخزون على هذه النسبة، وأثر اختلاف طرق احتساب الاستهلاك على هذه النسبة وغيرها من العوامل الأخرى التي قد تؤثر على هذه النسبة.

مصادر ومراجع الدراسة

أولاً: المراجع العربية

ثانياً: المراجع الأجنبية

أولاً: المراجع العربية

- أبو صالح، محمد صبحي وعوض، عدنان محمد (٢٠٠٨)، **مقدمة في الإحصاء، مبادئ وتحليل باستخدام SPSS**، (ط٤)، عمان: إدارة المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.
- البدري، صباح صالح والخوري، رتاب سالم (١٩٩٧)، دراسة تحركات أسعار الأسهم في سوق عمان المالي باستخدام النماذج القياسية، **دراسات/ العلوم الإدارية**، ٢٤ (١)، ٢١٤-٢٢٦.
- البنك المركزي الأردني، **التقرير السنوي والنشرة الإحصائية الشهرية**، أعداد مختلفة.
- البياتي، محمود مهدي (٢٠٠٥)، **تحليل البيانات الإحصائية باستخدام البرنامج الإحصائي SPSS**، عمان: دار الحامد للنشر.
- حسين، مجيد علي وسعيد، عفاف عبد الجبار (٢٠٠٤)، **مقدمة في التحليل الاقتصادي الكلي**، (ط١)، عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.
- الخلايلة، محمود عبد الحليم (٢٠٠٧)، **التحليل المالي باستخدام البيانات المحاسبية**، (ط٤)، عمان: مطابع الدستور التجارية.
- خنفر، مؤيد راضي والمطارنة، غسان فلاح (٢٠٠٦)، **تحليل القوائم المالية- مدخل نظري وتطبيقي**، (ط١)، عمان: دار المسيرة للنشرة والتوزيع و الطباعة.
- دائرة الإحصاءات العامة، **النشرة الإحصائية السنوية**، أعداد مختلفة.
- الدبعي، مأمون وأبو نصار، محمد (٢٠٠٠)، دور نسبة الربح الى السعر في تحسين علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية- دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الأردنية، **دراسات/ العلوم الإدارية**، ٢٧ (٢)،٤١٠-٤٣١.
- الزبيدي، حمزة محمود (٢٠٠٤)، **الإدارة المالية المتقدمة**، عمان: مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع.
- الزعبي، بشير (٢٠٠٠)، تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان المالية خلال الفترة (١٩٧٨-١٩٩٨)، **دراسات/ العلوم الإدارية**، ٢٧(٢)، ٣٢١-٣٣٠.
- سلامة، راشد محمد صالح (١٩٩٧)، العلاقة بين تغير المستوى العام للأسعار وتغير أسعار الأسهم في الأردن، **مجلة البلقاء**، ٥(١)، ٣٩-٥٩.

- السمان، محمد و البطاينة، إبراهيم (٢٠٠٤)، **الاقتصاد الكلي- المبادئ والنظريات**، (ط١)، المفرق: دار المسار للنشر والتوزيع.
- سوق عمان المالي، **دليل الشركات المساهمة العامة الأردنية**، أعداد مختلفة.
- سوق عمان المالي، **التقارير المالية السنوية للشركات المساهمة العامة الأردنية**.
- سوق عمان المالي، **نشرات وأخبار الشركات الشهرية والسنوية**.
- القاضي، دلال وعبـد ا ، سـهيلة والبيـاتي، محمـود (٢٠٠٥)، **الإحـصاء للإداريـين والاقتصاديين**، عمان: دار الحامد للنشر والتوزيع.
- محفوظ، أحمد علي (١٩٩٥)، تذبذب أسعار الأسهم: **دراسة تطبيقية على أسهم الشركات المدرجة في سوق عمان المالية**، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.
- معروف، هوشيار (٢٠٠٥)، **تحليل الاقتصاد الكلي**، (ط١)، عمـان: دار صـفاء للنـشر والتوزيع.
- الميداني، محمد أيمن (١٩٩٨)، **الإدارة التمويلية في الشركات**، الرياض: جامعـة الملـك فهد.

ثانياً: المراجع الأجنبية

- Aga, M. and Kocaman, B. (2006), An Empirical Investigation of the Relationship between inflation, P/E Ratios and Stock Price Behaviors Using a New Series Called Index-20 for Istanbul Stock Exchange, **International Research Journal of Finance and Economics**,November (6), 133-165.
- Allen, D.E. Lisnawati, H. and Clissold, M. (1998), Predicting Earnings Growth Using E/P Ratios: Australian Evidence, **Australian Journal of Management**, 23(1), 115-127.
- Basu, sanjoy (1983), The Relationship between Earnings' yield, market value, and Return for NYSE common Stocks: Further Evidence, **Journal of Financial Economics**, 12(1), 129-156.
- Beaver, W.H. and Duckes, R.E. (1973), interperiod Tax Allocation and δ-Depreciation Methods: Some Empirical Results, **The Accounting Review**, July, 549-559.
- Beaver, W.H. and Morse, D. (1978), What Determines Price- Earnings Ratios?, **Financial Analysts Journal**, July- August, 65-76.
- Beidleman, C.R. (1973), Income smoothing: The role of management, **Accounitng Review**, 48 (4), 653-667.
- Bluman, A.G.(2007), **Elementary Statistics: a Step By Step Approach**, (6th ed.), Boston: Mc Graw- Hill.
- Bulmash, S.B. and Trivoli, G.W. (1991), Time-Lagged Interactions Between Stock Prices and Selected Economics Variables, **Journal of Portfolio Management**, 17(4), 61-67.

- Carig, D. Johnson, G. and Joy, M. (1987), Accounting Methods and P/E Ratios, **Financial Analysts Journal**, march- April, 41-45.
- Constand, R.L. Freitas, L.P. and Sullivan, M.J. (1991), Factors Affecting Price Earnings Ratios and Market Values of Japanese Firms, **Financial Management**, 20(4), 68-79.
- Cook, T. J. and Rozeff, M.S. (1984), Size and Earnings/ Price Ratio Anomalies: one Effect or Two?, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 19(4),449-466.
- Dhaliwal, D.S. Guenther, D.A. and Trombley, M.A. (1999), Inventory Accounting Method and Earnings-Price Ratios, **Contemporary Accounting Research**, 16(3), 419-436.
- Fisher, Kenneth L. (2005), Buy that Earnings Yield, **Forbes**, 176(11), 256-256.(www.Forbes.com/Fisher)
- Fox, John (1991), Regression Diagnostics, Thousand Oaks, CA: Stage Publication, **Qualitative Applications in the Social Sciences**, No.79.
- Gunsel, N. and Cukur, S. (2007), the Effects of Macroeconomic Factors on the London Stock Returns: A Sectoral Approach, **International Research Journal of Finance and Economics**, 10,140-152.
- Jaffe, J. Keim, D.B. and Westerfield, R. (1989), Earnings Yields, Market Values, and Stock Returns, **The Journal of Finance**, 44(1), 135-148.
- Jain, P.C. and Rosett, J.G. (2006), Macroeconomic Variables and the E/P Ratio: Is Inflation Really Positively Associated with the E/P Ratios?, **Review of Quantitative Finance and Accounting**., 27,5-26.
- Johnson, R.A. and Bhattacharyya, G.K. (1996), **Statistics: Principles and Methods**, (3rd ed.),New York: John Wiley & Sons, Inc.

- Kieso, D.E. Weygandt, J.J, and Warfield, T.D. (2007), **Intermediate Accounting**, (12th ed.) New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Kusuma, Indra Wijaya (2005), Do Income Smoothing Practices Explain the Lower Earnings- Price Ratio of Japanese Firms Comparid to those of the U.S.Firms?, **Gadjah mada international of Business**,7(1), 69-94.
- Lee, Chi-Wen Jevons (1988), Inventory Accounting and Earnings Price Ratios: A Puzzle, **Contemporary Accounting Research**, 5(1), 371-388.
- Lev. B. and Thiagarajan, S.R. (1993), Fundamental Information Analysis, **Journal of Accounting Research**, 31(2), 90-215.
- Litzenberger, R.H. and Rao, C.U. (1971), Estimates of the Marginal Rate of Time Preference and Average Risk Aversion of Investors in Electric Utility Shares: 1960-66, **The Bell Journal of Economics and Management Science**, 2(1), 265-277.
- Luintel, K.B. and Paudyal K. (2006), are Common Stocks Ahedge Against Inflation?, **The Journal of Financial Research**, 29(1),1-19.
- Maghyereh, Aktham (2006), The Long- Run Relationship Between Stock Returns and Inflation in Developing Countries: Further Evidence from a Nonparametric Cointegration Test, **Applied Financial Economics Letters**, 2,265-273.
- Myers, Raymond H. (1990), **Classical and Modern Regression with Applications**, (2nd ed.), Boston: PWS and Kent publishing company, Inc.
- Patra, T. And Poshakwale, S. (2006), Economic Variables and Stock Market Returns: Evidence from The Athens Stock Exchange, **Applied Financial Economics**, 16, 993-1005.
- Ratanapakorn, O. and Sharma, S.C. (2007), Dynamic Analysis Between the US Stock Returns and Macroeconomic Variables, **Applied Financial Economics**, 17, 369-377.

- AL-Rjoub, Samer. A.M. (2005), The Adjustments of Stock Prices to Information about Inflation: Evidence from MENA Countries, **Applied Economics Letters**, 12, 871-879.
- Ross, S.A. Westerfield, R.W. and Jaffe, J. (2005), **Corporate Finance**, (7^{th} ed.), New York: MC GRAW-Hill.
- Ryan, Geraldine (2006), Irish Stock Returns and Inflation: a Span Perspective, **Applied Financial Economics**, 16, 699-706.
- Schroeder, R.G. Clark, M.W. and Cathey, J.M. (2005), **Financial Accounting Theory and Analysis**, (8^{th} ed.), New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Shamia, A. and Talafha, H. (1999), Amman Financial Market Stability, Effectiveness, and Efficiency An Economic Analysis, **Abhath AL-Yarmouk**, 6(2), 41-71.
- Sharpe, Steven A. (2002), Reexamining Stock Valuation and Inflation: The Implications of Analysis, Earnings Forecasts, **The Review of Economics and Statistics**, 84(4), 632-648.
- Sekaran, Uma (2004), **Research Methods for Business: A Skill- Building Approach**, (4^{th} ed.), USA: John Wiley & Sons, Inc.
- Shen, pu (2000),The P/E Ratio and Stock market performance, Federal Reserve Bank of Kansas City, **Economic Review**, Fourth Quarter.
- Stickney, C.P. and Brown, P.R. (1991), **Financial Report and Statement Analysis: A strategic Perspective**, (4^{th} ed.), New York: The Dryden Press.
- Wasserfallen, Walter (1989), Macroeconomics News and the Stock Market, **Journal of Banking & Finance**, 13(4-5), 613-626.
- Zarowin, Paul (1990), What Determines Earnings- Prices Ratios: Revisited, **Journal of Accounting, Auditing, and Finance**, 5(3), 439-457.

الملاحـــق

ملحق رقم (1)

قائمة بأسماء الشركات عينة الدراسة خلال الفترة (1998-2007)(1)

قطاع الصناعة					
ت	اسم الشركة	سنة التأسيس	ت	اسم الشركة	سنة التأسيس
1	الأردنية المركزية	1995	26	القرية للصناعات الغذائية والزيوت النباتية	1993
2	مجموعة العصر للاستثمار	1995	27	الأردنية لصناعات الصوف الصخري	1981
3	الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها	1987	28	العالمية الحديثة للزيوت النباتية	1989
4	الألبان الأردنية	1968	29	الوطنية لصناعة الكلورين	1991
5	العامة للتعدين	1973	30	الموارد الصناعية الأردنية	1991
6	العربية لصناعة الألمنيوم/ارال	1976	31	الكابلات الأردنية الحديثة	1992
7	الصناعية التجارية الزراعية / الإنتاج	1961	32	الزي لصناعة الألبسة الجاهزة	1992
8	المتصدرة للأعمال والمشاريع	1974	33	الباطون الجاهز والتوريدات الإنشائية	1995
9	الوطنية لصناعة الصلب	1979	34	حديد الأردن	1993
10	دار الدواء للتنمية والاستثمار	1975	35	العربية للصناعات الكهربائية	1993
11	مصانع الآجواخ الأردنية	1962	36	الشرق الأوسط للصناعات الدوائية والكيماوية والمستلزمات الطبية	1993
12	مصانع الخزف الأردنية	1966	37	مصانع الاتحاد لإنتاج التبغ والسجائر	1993
13	مناجم الفوسفات الأردنية	1953	38	الدولية للصناعات الخزفية	1993
14	الأردنية لصناعة الأنابيب	1969	39	اللؤلؤة لصناعة الورق الصحي	1993
15	الدباغة الأردنية	1957	40	الوطنية للدواجن	1994
16	المركز العربي للصناعات الدوائية والكيماوية	1983	41	المتكاملة للمشاريع المتعددة	1994
17	الصناعات الكيماوية الأردنية	1980	42	الوطنية لصناعات الألمنيوم	1994
18	العالمية للصناعات الكيماوية	1981	43	المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار	1994
19	عقاري للصناعات والاستثمارات العقارية	1964	44	دار الغذاء	1994
20	الصناعات والكبريت الأردنية / جيمكو	1982	45	العربية لصناعة المواسير المعدنية	1994
21	الأردنية للصناعات الخشبية / جوايكو	1982	46	الإقبال للطباعة والتغليف	1994
22	الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	1983	47	الاتحاد للصناعات المتطورة	1995
23	السلفوكيماويات الأردنية	1983	48	مصانع الزيوت النباتية الأردنية	1953
24	مصانع الاسمنت الأردنية	1951	49	الدولية لصناعات السيليكا	1997
25	البوتاس العربية	1958			

1. تم اعتماد التصنيف القطاعي الحديث لعام ٢٠٠٦

قطاع الخدمات		
ت	اسم الشركة	سنة التأسيس
1	البلاد للخدمات الطبية	1997
2	الفنادق والسياحة الأردنية	1955
3	الكهرباء الأردنية	1938
4	كهرباء محافظة اربد	1957
5	المؤسسة الصحفية الأردنية /الرأي	1986
6	التجمعات للمشاريع السياحية	1983
7	الأسواق الحرة الأردنية	1996
8	المركز الأردني للتجارة الدولية	1982
9	الأردنية للصحافة والنشر /الدستور	1986
10	الزرقاء للتعليم والاستثمار	1991
11	العربية الدولية للتعليم والاستثمار	1989
12	التسهيلات التجارية الأردنية	1993
13	زارة للاستثمار القابضة	1994
14	النقليات السياحة الأردنية /جت	1964
15	الأردنية للاستثمار والنقل السياحي / ألفا	1994
16	الأردنية للاستثمارات المتخصصة	1995
17	مصفاة البترول الأردنية /جوبترول	1956

ملحق رقم (2)

قائمة بيانات المتغيرات الاقتصادية

ت	السنة	الرقم القياسي العام لأسعار المستهلك/ سنوي	معدل التضخم السنوي مقاسا بالتغير النسبي في الرقم القياسي العام لأسعار المستهلك	الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق الجارية/سنوي	معدل التغيرالسنوي في الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق الجارية مقاسا بالتغير النسبي	معدل الفائدة السنوي على الودائع لاجل لدى البنوك التجارية	العرض النقدي بمفهومه الواسع (M2) /سنوي	معدل التغير في العرض النقدي بمفهومه الواسع (M2) مقاسا بالتغير النسبي
	1997	92.43		5137.4			5576.6	
1	1998	95.28	0.03083414	5609.9	0.091972593	0.0833	6026.3	0.080640534
2	1999	95.85	0.00598237	5778.2	0.030000535	0.0789	6747.6	0.119692017
3	2000	96.49	0.0066771	5998.6	0.038143366	0.0655	7434.7	0.101828798
4	2001	98.2	0.01772204	6363.7	0.060864202	0.0519	7866.1	0.058025206
5	2002	100	0.01832994	6794	0.067617895	0.0397	8419.1	0.070301674
6	2003	102.34	0.0234	7228.8	0.063997645	0.0275	9465.7	0.124312575
7	2004	105.05	0.02648036	8090.7	0.119231408	0.0249	10571.4	0.116811224
8	2005	108.71	0.03484055	8953.7	0.106665678	0.0352	12364	0.169570729
9	2006	115.51	0.06255174	10520.9	0.175033785	0.0513	14109.7	0.141192171
10	2007	121.73	0.05384815	11721.5	0.114115713	0.0556	15606.8	0.106104311

THE RELATIONSHIP BETWEEN EARNINGS-PRICE RATIO AND MACROECONOMIC VARIABLES: AN EMPIRICAL STUDY ON JORDANIAN SHAREHOLDING COMPANIES

BY

Ahmad Hamdan AL - Shawabkeh

Supervisor

Dr. Mahmoud AL –Khalialeh, Prof.

ABSTRACT

This study aims at testing the relationship between the Earning-Price ratio (E/P) and a number of macroeconomic variables such as inflation, rate of change in the gross domestic product, interest rate and the rate of change in money supply, and the ability of these variables to explain fluctuations in the Earning-Price ratio (E/P).

The study is applied on a sample of (66) public companies listed on Amman Bourse of which (49) are industrial companies, and (17) are service companies, during the period 1998-2007. The above mentioned relationship is examined and hypotheses of the study are tested using correlation analysis, simple regression analysis and multilateral surveillance.

In order to investigate whether the relationship between the Earning-Price ratio and the macroeconomic variables vary according to sector of these companies, the study's hypotheses were tested on industry and services companies both separately.

The study found a reverse correlation between the Earning-Price ratio and the inflation rate, rate of change in GDP, and rate of change in the Money Supply. And a positive correlation between the Earning-Price ratio and interest rate, the decline in the ability of combined macroeconomic variables to explain the fluctuation in the Earning-Price ratio, these combined variables which explain only (2.2%) of the changes in the Earning-Price ratio.

Further more, the study also found that there are differences in results between the industrial and service sectors in terms of the relationship between the Earning-Price ratio and macroeconomic variables. The results show that the impact of these variables on Earning-Price ratio of industrial companies is higher than for service companies, in addition to the relationship between the Earning-Price ratio and macroeconomic variables were statistically significant for the industrial sector, while not statistically significant for the services sector.

The weakness of the explanatory power of macroeconomic variables in explaining changes in the Earning-Price ratio leads us to expect that the internal factors of the company may have more impact on determining the Earning-Price ratio than the macroeconomic variables.

The study suggests the following: The most important are both investors and financial analysts are interested for the Earning-Price ratio when they evaluating stocks as an indicator of return on shares of companies, and to create an effective information system for investors to access the information of economic variables so they can directly reverse it on the companies' shares, as well as the need of Amman Stock Change organizers to calculating the Earning-Price ratio of the whole market and for each sector, the researcher also recommends doing more research and studies on this subject.